

Wohnungen als Werttreiber

Institutionelle investieren wieder in Wohnungen – als indirekte Anlage

Sebastian Thürmer

Vor wenigen Jahren trennten sich viele Institutionelle unter lautem Murren über zu niedrige Renditen von ihren Wohnungsbeständen. Opportunistische Fonds waren zur Stelle und kauften – oft günstig – die zuweilen ineffizient verwalteten Objekte. Jetzt entdecken Versicherer, Pensionskassen und Versorgungswerke die Wohnungen als Assetklasse neu, bemerkt der Autor. Doch statt direkt zu investieren, werden indirekte Anlagen, darunter Immobilien-Spezialfonds, bevorzugt. Aber ist es nicht schon zu spät? Angelsächsische Fonds wollen bereits wieder Portfolios abstoßen, weil der zunehmende Wettbewerb die Margen schrumpfen lässt und Renditen von 15 Prozent und mehr nur noch selten zu erzielen sind. (Red.)

Jahrelang haben deutsche institutionelle Investoren die Wohnimmobilie als Investitionsobjekt links liegen gelassen. Mittlerweile steigt das Interesse wieder spürbar. Anders als früher geht der Trend aber eindeutig zum indirekten Investment, insbesondere über Immobilien-Spezialfonds. Einer der wesentlichen Beweggründe dafür ist die Erkenntnis, dass das Immobilienmanagement im eigenen Haus entweder nur unvollkommen oder nur zu vergleichsweise hohen Kosten realisiert werden kann.

Wiederentdeckung einer Assetklasse

320 000 Wohnungen, die sich ursprünglich im Besitz deutscher Nicht-Immobilienunternehmen befanden, haben hierzulande in den vergangenen zehn Jahren den Besitzer gewechselt. Diese beachtliche Zahl ist einer Studie der HSH Nordbank zu entnehmen. Käufer der Objekte, auch das besagt die Untersuchung, waren allerdings nicht etwa deutsche Investoren.

Der Großteil der Gelder stammte vielmehr aus dem Ausland. Insbesondere angelsächsische Opportunity- und Private-Equity-Fonds zeigen seit einigen Jahren großes Interesse an deutschen Wohnimmobilien – und investieren hierzulande Milliardenbeträge in diese Nutzungsart.

Doch die Abneigung der deutschen Institutionellen scheint nun ein Ende zu haben. Ihr Interesse an Wohnimmobilien ist in der jüngeren Vergangenheit merklich gestiegen. Die große Nachfrage der Aus-

länder hat gezeigt, dass immer wieder ins Feld geführte Vorurteile gegen Wohnimmobilien gar nicht zutreffen. So waren die oft monierten niedrigen Wohnimmobilienrenditen bei vielen Nicht-Immobilienunternehmen häufig das Ergebnis unprofessioneller Verwaltung und nicht etwa primär auf die Restriktionen des deutschen Mietrechtes zurückzuführen. Auch andere Probleme hingen mehr mit der Art der Investition – auf direktem Wege – als mit dem Anlageobjekt an sich zusammen.

Zwar ist das deutsche Mietrecht in der Tat eher mieterfreundlich und eine Liberalisierung überfällig. Andererseits werden die praktischen Auswirkungen mancher Restriktionen oft übertrieben dargestellt. Besonders häufig wird die sogenannte Kappungsgrenze genannt, welche die Anhebung von Mieten im Zeitraum von drei Jahren auf höchstens 20 Prozent limitiert. Darüber hinausgehende Mietanhebungen wären jedoch ohnehin in den meisten Fällen allein aufgrund von Marktgegebenheiten gar nicht realisierbar.

In Zeiten boomender Büromärkte können durch Neu- und Anschlussvermietungen im Bürobereich deutlich höhere Mietsteigerungen erzielt werden als bei Wohnimmobilien. Dem stehen jedoch ebenso

Der Autor

Sebastian Thürmer leitet die Bereiche Investorenmanagement und Research bei der LB Immo Invest GmbH, Hamburg.

deutliche Mietanpassungen nach unten in Zeiten steigender Leerstände und rückläufiger Nachfrage entgegen – gezeigt hat sich das in den vergangenen Jahren deutlich an den bei Investoren beliebten „Bürohochburgen“ der deutschen Metropolen. Die Volatilität bei Büroimmobilien – aber auch bei anderen Nutzungsarten wie Einzelhandel-, Logistik-, Hotel- oder Pflegeimmobilien – ist deutlich höher als die Volatilität bei Wohnimmobilien.

Aber auch innerhalb des Wohnimmobilienmarktes gibt es im Hinblick auf die Risiken deutliche Diskrepanzen. Insbesondere haben sich in den letzten Jahren die Unterschiede auf den regionalen Immobilienmärkten in Deutschland verschärft. Wie der Osten bereits seit längerem sind mittlerweile auch einzelne westdeutsche Regionen von der Abwanderung betroffen – generell findet Migration von Ost nach West, Nord nach Süd und von ländlichen Gebieten in die Ballungszentren statt. Dieser Trend wird sich fortsetzen. Interessant für Investitionen sind vor dem Hintergrund insbesondere Immobilien in gefragten Ballungsräumen mit niedrigem Flächenangebot und hoher Nachfrage – wie beispielsweise Hamburg, München, Stuttgart, Rhein-Main oder Rhein-Ruhr.

Wer in solche Wohnungsbestände investiert und diese professionell verwaltet, kann in der Regel mit einem relativ stetigen und – im Vergleich zur Gewerbevermietung – gut prognostizierbaren Cash-Flow aus den Mieterträgen rechnen. Das renommierte Institut Feri Rating & Research, Bad Homburg, prognostiziert den fünf Top-Standorten Hamburg, München, Frankfurt, Berlin und Düsseldorf in den kommenden zehn Jahren im Wohnimmobilienbereich eine durchschnittliche Rendite von 8,78 Prozent per annum.

Knappes Flächenangebot in Großstädten

Gerade das Beispiel Ballungsräume zeigt, dass auch das Argument der demografischen Entwicklung – anders als oft dargestellt – kein erhebliches Langfrist-Risiko für Wohnimmobilien-Investments ist. Zwar wird die Bevölkerungszahl in Deutschland zurückgehen, die Wohnflächennachfrage diverser Analysen zufolge aber bis 2030 sogar noch zunehmen. Sowohl die Zahl der Haushalte als auch der durchschnittliche Wohnflächenverbrauch pro Haushalt wird steigen – laut

Empirica von heute 46 auf 56 Quadratmeter pro Kopf.

Insbesondere vor dem Hintergrund, dass in Deutschland die Zahl der Baugenehmigungen und Baufertigstellungen im Geschosswohnungsbau sinkt, ist das bemerkenswert. In einigen Ballungszentren westdeutscher Großstädte ist die Verknappung des Flächenangebots – mit der Folge zum Teil deutlicher Mietsteigerungen – bereits eingetreten. Zudem wohnt nur eine Minderheit von etwa 43 Prozent im Eigentum. Besonders in großen Städten ist der Eigentümeranteil meist niedrig. Das erhöht die Nachfrage nach Mietwohnungen, darüber hinaus sorgt die niedrige Eigentumsquote für Privatisierungspotenziale.

Geeignet für Investitionen sind insbesondere gut vermietete Immobilien mit mehreren hundert Wohneinheiten pro Standort – also Mehrfamilienhäuser und Geschosswohnungsbau – in mittleren bis guten Wohnlagen, die infrastrukturell gut erschlossen sind und über zeitgemäße Wohnungszuschnitte und -größen verfügen. Weiterhin empfiehlt es sich darauf zu achten, dass in den Immobilien kein Instandhaltungsrückstand besteht und dass eine ausreichende Anzahl von Garagen beziehungsweise Stellplätzen dazugehört.

Renditesteigerung durch professionelles Management

Die Aktivitäten der ausländischen Investoren haben den deutschen Institutionellen jedoch nicht nur die Attraktivität der Nutzungsart Wohnen deutlich vor Augen geführt. Sie haben ihnen vielmehr auch gezeigt, dass für den Erfolg professionelles Management unabdingbar ist – etwas, das Versicherungsgesellschaften oder Industrieunternehmen oftmals nicht leisten können. Ihre Investitionen erfolgen daher zunehmend auf indirektem Wege.

Wie stark das Interesse institutioneller Investoren an indirekten Investments ist, ergab eine Studie der Universität Leipzig im Auftrag der LB Immo Invest. Demnach zieht es der Großteil der befragten Institutionen zurzeit vor, Neuinvestments in Immobilien schwerpunktmäßig über Immobilien-Spezialfonds zu tätigen. Nicht nur frisches Geld fließt inzwischen vorwiegend indirekt in Gebäude und Grundstücke. Auch das Management ihrer Bestandsimmobilien überlassen viele Versicherungs-

gesellschaften mehr und mehr den Spezialisten.

Die institutionellen Investoren rechnen sich durch ein externes Management eine Steigerung der Rentabilität sowie – mit Einschränkungen – auch der Fungibilität ihres Immobilienbesitzes aus. Vor diesem Hintergrund haben Immobilien-Spezialfonds in den vergangenen Jahren immer mehr an Bedeutung gewonnen. Bei einem Spezialfonds übernimmt die Kapitalanlagegesellschaft das Management der Wohnimmobilien beziehungsweise wird dies an externe Unternehmen ausgelagert und übernimmt das Controlling.

Die Auslagerung wie auch der Aufbau neuer Immobilienbestände auf indirektem Wege ist neben der besseren Rentabilität noch aus verschiedenen anderen Gründen vorteilhaft. Zum einen zwingt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht die Assekuranzen, ihre Immobilienanlagen noch sicherheitsorientierter auszurichten, seit sie die Immobilien der Versicherer in ihre Stresstests mit einbezieht – damit wurde Anfang 2006 begonnen. Im Rahmen dieser Stresstests wird untersucht, inwieweit ein Versicherer in der Lage ist, die gegenüber seinen Kunden eingegangenen Versprechen auch dann noch einzuhalten, wenn die Kapitalmärkte unter Druck geraten.

Der springende Punkt ist, dass Immobilien nur in Höhe des vom Versicherer für sie eingesetzten Eigenkapitals in die Rechnung eingehen – das bei direkt im Bestand befindlichen Gebäuden 100 Prozent beträgt, bei indirekten Investments jedoch oft nur 50 Prozent. Angesichts dessen bereitet ein und dieselbe Immobilie einem Versicherer beim Stresstest als indirektes Investment wesentlich weniger Sorgen als direktes Investment.

Stärkere Sicherheitsorientierung durch Solvency II

Eine weitere Motivation, Immobilienbestände auszulagern, geht vom EU-Projekt Solvency II aus, in dessen Rahmen geplant ist, risikobasierte Eigenkapitalvorschriften für Versicherungen einzuführen. Auch auf diesem Wege soll sichergestellt werden, dass die Assekuranzen stets in der Lage sind, den Verpflichtungen gegenüber ihren Kunden nachzukommen. Dabei wird für Anlagen, die einem vergleichsweise hohen Risiko unterliegen, eine breitere Kapitalunterlegung gefordert als für weniger volatile

Assets. Im Vorgriff auf diese Regelung haben viele Versicherer bereits ihre Anlagepolitik umgestellt. Sie ziehen konservativere Investments spekulativ ausgerichteten Anlagen vor – und präferieren daher zum Beispiel die Assetklassen Immobilien.

Diversifikation leichter möglich

Das Interesse institutioneller Investoren an Immobilien-Spezialfonds ist aber keineswegs nur steuerlich oder bilanziell motiviert. Vielmehr ist zu beobachten, dass Aspekte der Asset Allocation beziehungsweise die Optimierung der Portfoliostruktur bei institutionellen Investoren immer stärker in den Vordergrund treten.

Indirekte Investments ermöglichen den Investoren eine viel bessere Diversifikation als Direktinvestments. Aber anders als bei Immobilien-Publikumsfonds, für die es sinnvoll ist, ihr Kapital möglichst breit gestreut in mehreren Nutzungsarten zu investieren, kann es bei Spezialfonds besser sein, sich ausschließlich auf eine oder wenige Assetklassen zu konzentrieren – ähnlich wie amerikanische Real Estate Investment Trusts (REITs), die das Prinzip der Spezialisierung sehr erfolgreich handhaben. Die Risikostreuung ergibt sich hier durch unterschiedliche geografische Standorte, unterschiedliche Objektgrößen und einen guten Mix an Mietern.

Der Vorteil für Investoren, die in solch fokussierte Spezialfonds investieren: Die Diversifikation wird nicht mehr vom Fondsmanagement vorgegeben, sondern der einzelne institutionelle Investor kann nach dem Prinzip eines Baukastensystems sein Immobilienportfolio nach seinen individuellen Präferenzen zusammensetzen beziehungsweise ergänzen und die Gewichtung der einzelnen Assetklassen in seinem Portfolio selbst bestimmen. ■

Beilagenhinweis

Dieser Ausgabe liegt ein Einladungsprospekt der Zeitschrift Immobilien & Finanzierung zur Fachkonferenz

Hypotheken- und Kreditprocessing 2007

am 20. September 2007 im ArabellaSheraton Grand Hotel, Frankfurt am Main, bei (siehe auch Programmanzeige auf Seite 477).