

1. August 2024
75. Jahrgang

Verlag Helmut Richardi
Frankfurt am Main

ISSN 1618-7741

IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIGITALER
SONDERDRUCK



IMMOBILIEN- SPEZIALFONDS

STRUKTUR- UND EINMALSCOCKS –
MANAGE-TO-CORE-STRATEGIEN ALS
LÖSUNGSKONZEPT FÜR DEN MARKTUMBRUCH
PROF. DR. NICO B. ROTTKE, HENDRIK TH. MÖLLER



IMMOBILIEN-SPEZIALFONDS – INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT

STRUKTUR- UND EINMALSCOCKS – MANAGE-TO-CORE-STRATEGIEN ALS LÖSUNGSKONZEPT FÜR DEN MARKTUMBRUCH

Der Immobilienmarkt erlebt durch multiple Dauerkrisen seit 2020 einen Umbruch mit hohen Veränderungsraten in bestimmenden Variablen wie Transaktionspreisen, Finanzierungskosten, Bau- und Energiekosten. Alte Immobilienweisheiten wie „Lage, Lage, Lage“ oder stetig steigende Verkaufsvielfältiger scheinen für die stetige Wertsteigerung von Immobilien nicht mehr zu gelten respektive zumindest temporär außer Kraft gesetzt. In folgendem Beitrag stellen die Autoren die Einflussfaktoren für den Wandel dar und zeigen Lösungsansätze für eine erfolgreiche Bewältigung der aktuellen Situation auf. So wird dargelegt, wie Immobilienwertschöpfungsstrategien geringerer und höherer Wertschöpfungstiefe einer Konsistenzprüfung unterzogen werden können. Denn es warten auch in diesem Umfeld Chancen, die Investoren ergreifen können.

Red.

Ursachen für Verwerfungen auf Immobilienmärkten können von ihrer Natur her entweder langfristige Gründe oder Einmalschocks haben. Während Langfristursachen, sogenannte Struktur- oder Megatrends, einen Markt auf Dauer (über 50 Jahre) beeinflussen, haben Einmalschocks, auch wegen deren fehlender Vorhersehbarkeit als Phänomen bezeichnet, das nicht existiert – „Black Swans“ –, eine in der Regel zwar massive Wirkung, die nach dem stattgefundenen Einschlag zwar Schockwellen auslöst, welche aber zu dem alten Marktgleichgewicht zurückführen – oder, war der Schock zu mächtig, der Markt mit Marktversagen, also Marktzusammenbruch reagiert.

Klassische Beispiele für Strukturrends, die die Immobilienwirtschaft in Deutschland

seit teilweise Jahrzehnten begleiten, sind zum Beispiel die Phänomene der demographischen Entwicklung, der Wandel zu nachhaltigem Verhalten oder aber die immer zügiger einsetzende Digitalisierung, deren zentraler Bestandteil der künstlichen Intelligenz in den vergangenen 12 Monate exponentielle Zuwachsraten der Entwicklung zu verzeichnen hatte. Solche Strukturrends beeinflussen die ökonomische Basis von ganzen Ländern oder aber, kleinteiliger, von Städten und deren Entwicklung und nehmen stetig und beständig wertverändernden Einfluss auf Immobilieninvestments.

Immobilienmarkt im Multikrisen-Umbruch

Einmalschocks hingegen treten in den letzten Jahren weltweit ubiquitär auf und haben die zwanziger Jahre des 21. Jahrhunderts bisher auf der Welt und in Europa massiv geprägt. Hier seien die globale Corona-Pandemie und die in der Folge nicht belastbaren, gerissenen Lieferketten einer auf das Just-in-Time-Konzept umgestellten Weltproduktion zu nennen sowie die beiden in oder nahe Europa stattfindenden Kriege in der Ukraine und im Gaza-Streifen und deren Auswirkungen auf die globalen und vor allem die europäische Industrie.

Diesen nicht oder kaum vorhersehbaren Ursachen folgen Auswirkungen des Systems in Form von Schockwellen und Gegenmaßnahmen, um die ersteren einzudämmen. Gegenmaßnahmen lösen in zeitlicher Folge in Teilen weitere (nicht erwartete oder erwartbare) Systemreaktionen aus sowie nicht zu unterschätzende psychologische Effekte.

Die aktuelle Krise ist eine Krise des zu geringen Angebotes und nicht einer zu hohen Nachfrage. Folglich kann sie auch nur schwer mit den Mitteln anzuhebender EZB-Zinsen bekämpft werden, da diese ja Wirtschaftsleistung drosseln sollen, die gleichwohl (aufgrund der Lieferkettenbrüche und beider europahanen Krisenherde) bereits gedrosselt ist. Die Dauer der aktuellen Schockwellen, verursacht durch zwei Einmalschocks sowie deren geldpolitischen Gegenmaßnahmen, ist voraussichtlich eher kurz- bis mittelfristig, da die Einmalursachen entfallen sind respektive Gewöhnungseffekte eingesetzt haben.

Kumulierte Schockwellen

Während ein Schock wie Covid 19 völlig unplanbar über die Welt hereinbrach und Gegenmaßnahmen ebenso völlig unklar waren, sind Kriege leider weltweit eher die Regel als die Ausnahme. Deren Verläufe und deren Umgang sind strukturell einschätzbar und aus einer Schockperspektive ein Umstand, an den sich die internationale Staatengemeinschaft leider recht schnell gewöhnt.

Die zuvor skizzierten Ursachen aus dem Bereich der Strukturrends und der Einmalschocks haben kumulierte Schockwellen ausgelöst, die sich vor allem in stark steigenden Baukosten (+ 63,3 Prozent vom ersten Quartal 2015 bis zum ersten Quartal 2024)¹⁾ und explodierenden Energiekosten (in der Spitze eine Verdreifachung von Dezember 2020 zu Oktober 2022)²⁾ geäußert haben. Diese und andere Variablen haben die Konsumgutinflation von minus 0,5 Prozent im September 2020 auf 8,8 Prozent im November 2022 massiv ansteigen lassen.³⁾ Nicht die absolute Höhe der Inflation stellt hier das Problem dar, sondern der kurze Zeitraum des scharfen Anstieges, der die Refinanzierung von langfristigen Investitionsgütern vor eine kaum lösbare Herausforderung stellte aufgrund der gleichzeitigen Abnahme der Einschätzung ihrer Werthaltigkeit aufgrund eines erkannten ökologischen „ESG“-Instandhaltungstaus.

Zu alldem gesellt sich in Deutschland als typisches Kennzeichen von rezessiven Situationen eine inverse Zinsstrukturkurve, die

DER AUTOR

PROF. DR. NICO B. ROTTKE

CEO, RQI Immobilien AG, Wiesbaden



Foto: Vario Studio



DER AUTOR

HENDRIK TH. MÖLLER

COO, RQI Immobilien AG, Wiesbaden



Foto: Vario Studio



die Aufnahme von Kurzfristzinsen – völlig unüblich – teurer werden lässt als die Aufnahme von Langfristzinsen, was auf einem hohen Zinsniveau bei einem Refinanzierungszwang aufgrund auslaufender Zinsbindungen in eine Fremdkapital-Havarie führt, da sich die Zinsen von den niedrigen Niveaus der 2020er-Jahre auf das aktuelle Level bisweilen mehr als vervierfachen können. Das folgende Beispiel zeigt eine solche Struktur anhand der üblichen Refinanzierungsraten (ohne Banken- und Liquiditätsmarge) und damit die Herausforderung⁴⁾:

3-Monats-EURIBOR	07.06.2024	3,76 %
1-Jahres-Swap-Rate	10.06.2024	3,61 %
3-Jahres-Swap-Rate	10.06.2024	3,14 %
5-Jahres-Swap-Rate	10.06.2024	2,95 %
10-Jahres-Swap-Rate	10.06.2024	2,88 %
20-Jahres-Swap-Rate	10.06.2024	2,87 %

Strukturelle und Einmal-Ursachen lösten die zuvor beschriebenen Schockwellen aus, die wiederum Gegenmaßnahmen der Geldpolitik, exekutiert in der EU durch die EZB, erforderten. Die Gesamtgemengelage aus explodierenden Baukosten sowie abnehmenden Immobilienwerten (Ende des Booms, Einpreisung von fehlender ESG-Sanierung, vermehrfachte Kosten der Refinanzierung und damit keine Möglichkeiten hoher Fremdkapitalhebel und somit weiter sinkender Renditen) führte und führt zu einem Einbruch des Transaktionsmarktes sowie verminderter Eigen- und Fremdmittelverfügbarkeit.

Wichtig zu verstehen ist, dass die üblichen Messgrößen, also makroökonomische Kennzahlen wie das Bruttoinlandsprodukt oder die Inflationsrate, keine Ursachen für eine Krise darstellen, sondern diese selbst messen. Deren Bekanntgabe hat gleichwohl häufig psychologische Effekte auf die Marktteilnehmer und beeinflusst deren künftiges Handeln.

Exogene Einflussfaktoren auf Immobilieneilmärkte

Das oben skizzierte Zusammenspiel von Struktur- und Einmalschocks führt zu abnormalen Situationen wie gleichzeitig fallenden Immobilienwerten aufgrund deren künftigen Obsoleszenz (beispielsweise wegen ausbleibender ESG-Ertüchtigung) und stark steigenden Mieten (aufgrund des hohen Zuzuges nach Deutschland bei parallel ausbleibendem Wohnungsneubau und ausbleibender Ertüchtigung des Bestandes aufgrund hoher Refinanzierungs-

kosten) sowie einer damit einhergehenden Insolvenzwelle deutscher Projektentwickler und Bestandshalter von 2022 bis 2024.

„Der eine“ Immobilienmarkt existiert nicht. Neben lagespezifischen und regionalen Unterschieden muss vor allem unterschieden werden, welcher Teil des Marktes betrachtet wird, um trennscharfe Schlüsse ziehen zu können. So finden die Veränderungsprozesse auf den Wert einer Immobilie maßgeblich in vier unterschiedlichen Teilmärkten statt, die exogenen Einflüssen unterworfen sind.

Aufgrund der starren Angebotsseite entstehen in der Folge Zyklen auf Immobilieneilmärkten. Alle vier Teilmärkte beeinflussen sich in der Regel gegenseitig, was eine Einzelbetrachtung nahezu unmöglich macht: So hat beispielsweise das Mietniveau Einfluss auf die Preisbildung im Transaktionsmarkt, der Transaktionspreis Einfluss auf Grundstückspreise im Projektentwicklungsmarkt oder die Verfügbarkeit auf dem Bestandsmarkt wiederum einen Einfluss auf das Mietniveau. Alle vier Märkte werden von exogenen Wirkeinflüssen beeinflusst.

Diese Einflüsse lassen sich grob in vier Kategorien unterteilen:

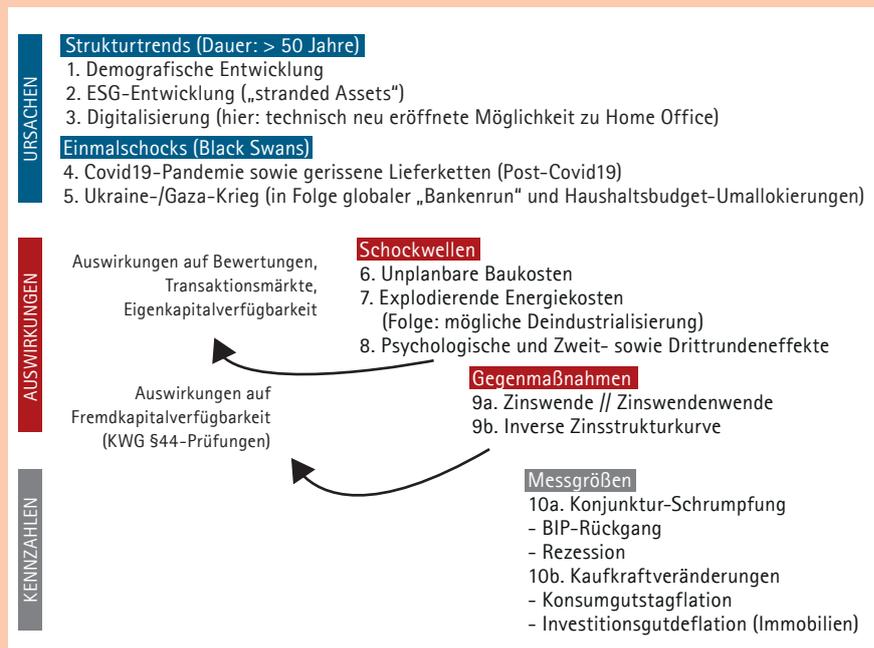
Veränderungen der Kaufkraft, unabhängig davon, ob diese real einsetzen oder nur erwartet werden, beeinflussen den Markt bezüglich künftiger Inflations- respektive Deflationserwartung von Konsumgütern,

die wiederum direkte Auswirkung auf die Werthaltigkeit von Immobilienbestand, Mieteinnahmen und Werthaltigkeit der unterliegenden Refinanzierungsdarlehen hat. Wichtig zu unterscheiden ist, dass die Werthaltigkeit von Investitionsgütern statistisch nicht erhoben wird; hier bewegt sich Deutschland bei nahezu allen Sachwerten aktuell nicht wie bei Konsumgütern in einer Kaufkraftentwertung, sondern deflatorisch in einer Kaufkraftzunahme („Investitionsgutdeflation“), die im englischsprachigen Raum auch als „yield de-compression“ bezeichnet wird.

Veränderungen der Finanzierungsverfügbarkeit beeinflussen den Immobilienmarkt indirekt bei der Aufnahme von Fremdkapital für die Anlässe der Projektentwicklungsfinanzierung, der Akquisitionsfinanzierung des Immobilienbestands oder dessen Refinanzierung. Stark gestiegene Zinsen in kurzer Zeit schränken die Kapitalaufnahme im vorigen Maße massiv ein, was regelmäßig zu Finanzierungslücken führt, die durch Eigen- oder Fremdkapital oder Hybridkapital wie Mezzanine-Finanzierungen geschlossen werden müssen. Gelingt dies nicht, geht ein Projekt oder dessen Eigentümer in die Insolvenz, das Projekt wertet ab und die neue Eigentümerschaft erwirbt dasselbe mit einem günstigeren Verhältnis von erwartetem Ertrag zu Kaufpreis.

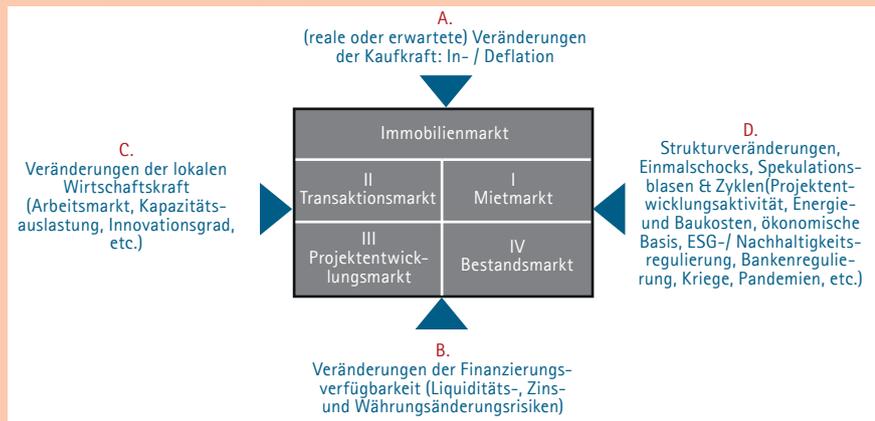
Veränderungen der lokalen Wirtschaftskraft beeinflussen den regionalen Immobili-

Abbildung 1: Ursachen und Auswirkungen von Struktur- und Einmalschocks auf Immobilieneilmärkten



Quelle: Nico Rottke (2008/2020/2023/2024)

Abbildung 2: Wertschöpfung in immobilienwirtschaftlichen Teilmärkten



Quelle: Nico Rottke (2020/2023/2024)

lienmarkt. So können bestimmte Gebiete trotz eines Abschwungs im Land oder der Region aufgrund favorabler lokaler Bedingungen eine Sonderkonjunktur aufweisen, was in der Regel an der lokalen Unternehmerrschaft liegt respektive der lokalen Politik, die Vorgenannten an den Ort bindet.

Strukturveränderungen, Einmalschocks, Spekulationsblasen und Zyklen haben einen maßgeblichen Einfluss auf den Immobilienmarkt. Während Strukturveränderungen Langfristveränderungen darstellen, stellen Einmalschocks und Spekulationsblasen nur Kurzfristungleichgewichte dar. Während Einmalschocks oder „Black Swans“ unvorhersehbare Ereignisse skizzieren, beschreiben Spekulationsblasen den Aufbau eines Preis- respektive Bewertungsniveaus über einen gewissen Zeitraum, dem keine ökonomische Basis zugrunde liegt und das sich immer mehr von den Fundamentaldaten entfernt. Preise von Morgen werden zu einer Funktion von Preisen von heute, die eine Funktion von Preisen von gestern sind. Oft setzt die Erkenntnis nach Jahren der Blasenbildung innerhalb eines kurzen Zeitraumes ein, dass die Bewertung nicht gerechtfertigt war.

Während exogene Schocks den Immobilienmarkt von außen beeinflussen, bilden Zyklen die Marktmechanik selbst ab. Zyklen sind in Investitionsgütermärkten aufgrund des starren Angebotes etwas völlig Normales: Kann ein Markt wie der Immobilienmarkt aufgrund einer Bauzeit von ein bis vier Jahren nicht über Mengen reagieren, reagiert er über Preise, was am deutschen Mietmarkt gerade eindrucksvoll beobachtbar ist. Zyklen sind somit – mit der Ausnahme von ungerechtfertigten und nicht erklärbaren Spekulationsblasen – nahezu vollständig erklärbar und deren Rahmenbedingungen (wie beispielsweise Finanzierungsverfügbarkeit) herleitbar.

Fasst man die exogenen Kräfte auf dem Immobilienmarkt zusammen, werden die Systemauswirkungen deutlich: Alle vier Teilmärkte unterliegen Marktinterdependenzen – sie beeinflussen sich gegenseitig direkt oder indirekt. Aufgrund des starren Angebotes der Immobilie als Investitionsgut bezüglich dessen Herstellungsdauer, werden fehlende Mengenreaktionen über Preisreaktionen ausgeglichen. Ökonomische Maßnahmen respektive Gegenmaßnahmen wie geldpolitische Zinsveränderungen beeinflussen den Immobilienmarkt mittelfristig und indirekt, ebenso wie die Reaktionen auf solche Maßnahmen, die Zweit- und Drittrundeneffekte oder psychologische Marktreaktionen auf eben solche – wie die Einleitung der Wende zur Zinswende der EZB am 6. Juni 2024 mit einem nur sehr kleinen 25 Basispunkte-Schritt.

Wie reagiert neben dem Markt für Fremdkapital, in der Regel Bankkapital, der Markt für unternehmerisches Eigenkapital auf diese Entwicklungen? Zu beobachten ist, dass Mittel von Kapitalsammelstellen oder Hochvermögenden, die Immobilienprojekte in der Vergangenheit ermöglicht haben, aufgrund der vorbeschriebenen Krisensituation nur sehr selektiv vergeben werden, da der hohe Kapitalaufwand in einem illiquiden Immobilienmarkt immer umgehend zu fehlender Risikosteuerung und -streuung führt und Kapitalgeber laufende Produkte in der Regel sehr schlecht oder nur zu prohibitiven Abschlägen verlassen können.

Externes Eigenkapital, gerade im risikoreicheren Bereich, schätzt derzeit indirekte Produkte mit längeren Bindungen eher weniger und setzt aufgrund der Entwicklungen seit 2020 eher auf direkte Kapitalpartnerschaften mit kürzerer Bindungsdauern und höheren Verzinsungsansprüchen. Ebenso ist die Vergabe von Kapital aufgrund vergangener Verluste sehr restriktiv

bis prohibitiv, und die Leistungsbilanz des betreffenden Unternehmens respektive deren Manager steht mehr denn je im Vordergrund anstatt auf das reine Projekt oder ein Renditeversprechen als das alleinige Entscheidungskriterium zu fokussieren.

Immobilienstrategien und deren Wertschöpfungstiefe

Auf dem Immobilieninvestmentmarkt werden häufig Sachverhalte miteinander verglichen, die auf unterschiedlichen Rahmenbedingungen beruhen, die einen Vergleich erschweren oder unmöglich machen. So haben potenzielle Immobilienkäufer unterschiedliche Kapitalkosten (bestehend aus gewichteten Eigen- und Fremdkapitalkosten) sowie unterschiedliche Risikoneigungen. In der Regel korrespondieren dabei in effizienten Märkten ein geringer Anspruch an die Verzinsung des Eigenkapitals mit einem geringen einhergehenden Risiko, und ein höherer Anspruch bedingt analog das Eingehen höherer Risiken hin bis zu Höchststrisiken.

Oft wird am Markt grob in vier unterschiedliche Strategien unterschieden. Für regulierte, nicht börsennotierte Produkte hat beispielsweise die INREV⁵⁾ eine Fonds-Investmentstil-Klassifikation herausgegeben, die die drei Bereiche „Core“, „Value-Added“ und „Opportunity“ unterscheidet. Basierend auf diesen Überlegungen ergeben sich für den Gesamtmarkt daher nachfolgende Aussagen, die nicht trennscharf beurteilt werden können, aber ausdrücken, dass sich in vergleichsweise ineffizienten, intransparenten und wenig fungiblen Investmentmärkten doch Investmentklassen ergeben, die voneinander abweichenden Gesetzmäßigkeiten folgen und andere Fähigkeiten des jeweils die Wertschöpfung betreibenden Managers oder Unternehmers erfordern. Die Grenzen, wie hoch ein Produkt mit Fremdkapital gehebelt werden kann, sind auf der Fremdkapitalseite genauso zyklisch wie das Immobilieninvestment selbst. Für verschiedene Risiken mit unterschiedlicher Wertschöpfungstiefe müssen daher verschiedene Strategien gewählt werden.

Core (plus): Für Core-Strategien wird eine geringe Risiko-Rendite-Relation gewählt, also sehr sichere Immobilieninvestments, oft voll vermietet, in Top-Städten in A-Lagen ohne Projektentwicklungsrisiken mit Mietern hoher oder höchster Bonität. Die wichtigste Kompetenz des Managers ist das Mietermanagement. Oft werden keine oder regulatorisch bedingt nur sehr geringe Fremdkapitalhebel von maximal 30 bis 50

Prozent gewählt. Der Anspruch an die Eigenkapitalverzinsung ist gering, die Halte-dauer ist langfristig und zyklunabhängig. Core (plus) beschreibt abweichend einen Core-Ansatz mit höherem Fremdkapitaleinsatz auf Grundlage der Güte der unterliegenden Immobilie. Die Wertschöpfungstiefe ist insgesamt eher gering und auf Status-Quo-Wahrung ausgerichtet. Sie fokussiert sich auf einen Asset-Management-Ansatz.

Value-Add: Ein Value-Add-Ansatz benötigt eine höhere Marge, da höhere Eigenkapitalansprüche realisiert werden müssen. Die Mittel müssen demzufolge höher im (Verlust-)Risiko stehen. Auf spezifische Risiken spezialisierte Manager erwerben Liegenschaften mit Herausforderungen auf der betriebswirtschaftlichen, technischen oder rechtlichen Seite und haben zur Aufgabe, diese Herausforderungen wieder auf ein risikoadäquates, core-vergleichbares Maß risikogedämpft zu managen. Oft müssen Abschläge in Kauf genommen werden zu Lagequalität, Mieterbonität und Substanzgüte.

Die Fremdkapitalhebel müssen höher sein, um durch einen positiven Fremdkapitalhebel die Eigenkapitalrendite zu erhöhen. Die Investments sind zyklunabhängig und der Wertschöpfungsbeitrag des Managers erheblich. In Teilen werden Leerstands-, Konzeptions- oder Sanierungsrisiken eingegangen. Oft sind die investierenden Vehikel nicht oder kaum reguliert. Die Wertschöpfungstiefe ist unter Inkaufnahme kontrollierbarer Risiken hoch und findet vor allem in den Bereichen Bestandsoptimierung (Mietermanagement, Flächennutzung, Konzeptoptimierung) und Bestandsentwicklung (Sanierung, Baurechtschaffung) statt.

Opportunistic: Der opportunistische Ansatz geht noch ein Stück weiter als der Value-Add-Ansatz in den Bereich der Höchst Risiken, die in Teilen nicht gedeckt oder planbar sind (wie Grundstücke ohne Baugenehmigungen). Für diese Höchst Risiken müssen ex ante Höchstrenditen versprochen werden, um das Ausfallrisiko zu kompensieren. Opportunistische Strategien werden in der Regel von Private-Equity-, oder Opportunity- respektive Hedge Funds eingesetzt. Die Wertschöpfungstiefe ist unter Inkaufnahme großer, offener Risiken hoch und findet vor allem in den Bereichen der Bestandsoptimierung (Leerstandsmanagement, Flächennutzung, Konzeptoptimierung) und Bestandsentwicklung (Projektentwicklung, Sanierung, Baurechtschaffung) statt.

Development: Projektentwicklungsrisiken sind mit den drei vorgenannten Risiken nicht vergleichbar, da der umsetzende Un-

Abbildung 3: Managementkompetenzen im Manage-to-core-Ansatz

Geschäftsbereich	Kompetenzen im „Manage-to-core“-Ansatz
Transaktionen	Sourcing-, Verhandlungs- und Einkaufskompetenz
Asset Management	Konzeptkompetenz Planungs- und Projektmanagementkompetenz Baukosten- und Mietmanagementkompetenz
Sanierung / Projektentwicklung	Planungs- und Projektmanagementkompetenz Baukostenkompetenz
Eigen- und Fremdkapital	Kapitalsourcingkompetenz Kapitalstrukturierungskompetenz
Vertrieb	Produktkompetenz Technische Vertriebskompetenz
Unternehmen	Risikomanagement Strukturierungskompetenz Recht und Steuern

Quelle: Nico Rottke / Hendrik Möller 2024

ternehmer völlig andere Kompetenzen benötigt als die Handelnden der drei vorgenannten Bestandsstrategien. Es gibt noch keinen Mieter, es gibt noch keinen eigentlichen Bestand und es gibt oft auch noch keinen klar umrissenen Nutzen. All dies kombiniert ein erfahrener Projektentwickler miteinander und versucht, hierfür Eigen- und Fremdkapitalfinanzierer zu gewinnen. Diese Strategie ist völlig zyklunabhängig, da Bauzeiten in der Regel ein bis vier Jahre betragen und es eine Veräußerungsnotwendigkeit gibt, um das nächste Projekt wieder mit frischem Eigenkapital auszustatten. Die Wertschöpfungstiefe ist komplex und hoch unter Inkaufnahme größtmöglicher, disziplinenübergreifender Risiken der Immobilienwirtschaft wie Mietergewinnung, Stadtplanung, Bauprojektmanagement, Baukostenmanagement, Konzeption, Kapitalkostenmanagement, Baurechtschaffung.

Die Risikostrategie des „Value-Add“ bietet sich an, die Lücke zwischen niedrig verzinstem Core-Kapital und prohibitivem opportunistischem Kapital zu schließen, um den Renditeanforderungen des Kapitals gerecht zu werden, denn durch Kapitalarmut steigt dessen Preis. Value-Add-Strategien erwerben zu einem unterbewerteten Einstand kalkulierbare Risiken und reduzieren diese durch Managementleistung auf Core-Niveau, um sodann das fertige Produkt dem Core-Markt zuzuführen.

Value-Add-Strategie „Manage-to-core“

Neuerdings finden sich in der Industrie anstatt des etablierten Strategiebegriffs des „Manage-to-core“ Begrifflichkeiten wie „Manage-to-ESG“ oder „Manage-to-green“, die aus den Zeiten stammen, als es noch etwas Außergewöhnliches oder ein Alleinstellungsmerkmal war, ein Immobilienprodukt unter

anderem einem energieeffizienten Gebrauch zuzuführen. Diese Anfangsstadien sind längst vorbei, ein Marketing für diese Aspekte überflüssig: „Grün“ ist Kernbestandteil jeder Core-Strategie respektive eine Core-Strategie ohne ESG-Wesensmerkmale ist nicht mehr vorstellbar aufgrund der erheblichen Risiken, die ein solches Asset ausstrahlen würde, in sehr naher Zukunft als „gestrandet“ und wirtschaftlich ohne Komplettertüchtigung nicht mehr betreibbar zu gelten.

Ein Value-Add-Manager benötigt neben den Mietmanagement-Fähigkeiten im Core-Ansatz weitere Fähigkeiten in besonderer Ausprägung, die sie oder ihn befähigen, die Risiken des ihr oder ihm anvertrauten Immobilienprojektes zu reduzieren.

Abbildung 3 gibt einen strukturierten Überblick über die besonderen Managementkompetenzen im Manage-to-core-Ansatz über den Lebenszyklus eines Immobilienprojektes hinweg in den Transaktionsphasen An- und Verkauf sowie in der Haltephase. Ebenso wird das Management der Kapitalseite beleuchtet sowie Funktionen der Unternehmensführung (vor allem Vertrieb und Risikomanagement).

Bewertungshavarien im Value-Add-Ansatz

Eine Value-Add-Strategie als Risikostrategie eines Immobilieninvestors manifestiert sich in einem risikoreduzierenden Manage-to-core-Ansatz. „Manage-to-core“ kann gleichwohl nur als Überbegriff für eine Reihe von Teilstrategien verstanden werden, Objekte unter dem eigentlichen Marktpreis zu erwerben und sie durch Managementleistung wieder auf denselben oder darüber zu bringen.



Planbare Strategien mit höheren, aber gleichzeitig beurteilbaren Risiken, sind im Bestand beispielsweise durch eine Sanierung möglich, in der Neukonzeptionierung oder in der Restrukturierung der Bilanzpassivseite, also der Zusammenstellung von Eigen- und Fremdkapital. Solcherlei Strategien können kurzfristig prozyklisch angepasst auf die aktuelle Marktphase ausgerichtet sein (bspw. Angebot bei akuter Nachfrage schaffen, Angebot kleinteiliger Volumina in Zeiten eingefrorener Transaktionsmärkte zur Vergrößerung der möglichen Käuferzielgruppe) oder antizyklisch vorbereitend die kommende Marktphase adressieren (bspw. bei künftigem erwartetem Vorhandensein von ausreichenden Eigen- und Fremdmitteln).

So können vier Strategien abgeleitet werden. Für diese wird in der Folge dargelegt, welche historische Wertvernichtung mit welchen jeweiligen Ursachen stattgefunden hat, wie der aktuelle Immobilienzustand ausgeprägt ist und wie marktkonform solche Immobilien (noch) sind (siehe Abbildung 4).

Redevelop-to-core spricht die Wertschöpfung der energetischen in der Regel Vollsanierung an. Nach Einsetzen und Marktakzeptanz der Erkenntnis sowie der darauffolgenden Regulatorik, dass nachhaltige Gebäude die einzige Zukunft des Immobilienmarktes sind (dies entspricht dem

Strukturtrend zur Nachhaltigkeit), fielen Immobilien durch die immer schärfer werdende Regulatorik bei ausbleibender Sanierungsbereitschaft des Eigentümers durch das Raster und wurden vom Markt Schritt für Schritt immer schlechter beurteilt, bspw. in deutschen Energieausweisen in den Kategorien „G“ oder „H“ (von „A+“, „A“ bis „H“) als „worst performing building“ (WPB). Klassifizierungen erlauben es erst, belastbare homogene Abschlüsse marktweit konsequent umzusetzen, so dass Gebäude solcher Kategorien Marktabschlüsse im Vergleich zur Referenz „A+“ in Transaktionen von derzeit rund 26 Prozent hinnehmen müssen.⁶⁾

Gleichwohl sind solche Liegenschaften funktional noch intakt, entsprechen allerdings den Marktanforderungen nicht mehr, so dass mit immer höheren Abschlüssen zu rechnen ist und die Liegenschaften bei ausbleibender Sanierung künftig einer Unvermietbarkeit entgegensehen, oder aber mit hohen Mietabschlüssen und weiterhin hohen Kaufabschlüssen belastet werden.

Denkmal-to-core ist ein Kunstbegriff in der Nomenklatur der hier verwendeten Strategiebegriffe, der die Strategie der Denkmalsanierung anspricht. Sehr häufig werden in Deutschland als Denkmal (neu) gelistete Immobilien nicht instandgehalten, da der oft private Eigentümer mit der Instandhaltung überfordert ist oder die Mittel nicht aufbringen kann. Die Immobilien verblei-

ben unsaniert und sind ab einem bestimmten Zeitpunkt nicht mehr marktgängig und trotz oder gerade durch ihren Kulturgutstatus setzt ein entsprechender Verfall ein. So ist der Zustand der Liegenschaften bei Ankauf häufig völlig desolat und die Immobilie zu 100 Prozent leerstehend. Das Produkt ist nicht mehr marktgängig und finanzierbar und de facto abbruchreif, ein sogenannter „rotten“ oder „lost place“ – ein verlorener Ort.

Transform-to-core referenziert auf Wertschöpfung durch Potenzialanalyse ohne Vorbedingungen, die zu alternativen, höchsten und besten Nutzen einer Liegenschaft führen kann zum Beispiel in Bezug auf ihre Assetklasse, ihr Konzept oder ihre Teilbarkeit. Die wertvernichtende Situation, eine schlechende Bilanzhavarie, findet auf der Aktivseite der Bilanz statt, also der Immobilien- und wird ausgelöst durch fehlendes Eingehen auf langfristige Marktanforderungen zum Beispiel nach NewWork-Konzepten, nach Home-Office-Tauglichkeit oder nach ESG-Kompatibilität, was – durch Strukturtrends ausgelöst – schlechend zu der Situation des beschleunigten, verkürzten Lebenszyklus der Liegenschaft und somit dessen Ende führt. Die Immobilie ist funktional noch intakt, genügt aber jedes weitere Jahr ohne Eingriff in Konzept und Substanz der Marktanforderungen nicht mehr.

Beseitigung von Bewertungshavarien

Restructure-to-core ist eine Wertschöpfungsstrategie, die auf der Passivseite der Bilanz, der Kapitalseite, ansetzt, und Notsituationen der umgehenden Rekapitalisierung löst, also eine Strategie, die üblicherweise in oder nach Krisensituationen für einen definierten Zeitraum zum Tragen kommt. Gründe der Wertvernichtung liegen vor allem in fehlender weitsichtiger Kapitalisierung einer Liegenschaft oder eines Portfolios zum Beispiel durch Überhebeln mit Fremdkapital oder nicht vorgenommener Diversifikation von Zinsbindungsausläufen von Portfolioliegenschaften oder in fehlender Planung von Rücklagen für Regulatorikschocks, die häufig ungeplante Instandhaltungsmaßnahmen nach sich ziehen. Unwuchten auf der Kapitalseite müssen aufgelöst werden, sei es durch Eigenkapitalnachschieß, Neustrukturierung der Re- oder Anschlussfinanzierung oder Aufnahme von Nachrangkapital oder Bildung von externen Eigenkapitalpartnerschaften. Die Gebäude sind in der Regel völlig intakt und entsprechen den aktuellen Marktanforderungen.

Der Value-Add-Ansatz in der Immobilienwirtschaft setzt eine Manage-to-core-

Abbildung 4: Wertschöpfungsinvestments „Manage-to-core“: Beispiele für Bewertungshavarien

Havarienart	Instandhaltungshavarie		Bilanzhavarie	
	Energetische Sanierung	Denkmalsanierung	Aktivseite	Passivseite
Teilstrategie	„Redevelop-to-core“	„Denkmal-to-core“	„Transform-to-core“	„Restructure-to-core“
Wert vernichtende IST-Situation	verschärfte Regulatorik bei ausbleibender dauerhafter Sanierungsbereitschaft	dauerhafte ausbleibende Sanierungsbereitschaft bei Kulturgutimmobilien („Abschreibungen“)	fehlende Bereitschaft zur Transformation auf langfristige Marktanforderungen (z. B. New Work, Home Office, ESG)	fehlende weitsichtige Kapitalisierung (z. B. Überhebeln, Refinanzierung nach Zinsschock, Auffangen von Regulatorikschocks durch Instandhaltungsmaßnahmen)
Ursachen	schleichende Langfristveränderungen ausgelöst durch Megatrend zur Nachhaltigkeit	Eigentümer ohne Bereitschaft oder Risikosensitivität, reguläre Instandhaltungsmaßnahmen durchzuführen	schleichende Langfristveränderungen ausgelöst durch Megatrends (beispielsweise Digitalisierung, Nachhaltigkeit)	kurz- bis mittelfristige Unwuchten auf der Kapitalseite (beispielsweise Mangel an Eigenkapital, Notwendigkeit zur Refinanzierung)
Immobilienzustand	in der Regel funktional intakt	in der Regel desolat	in der Regel funktional intakt	in der Regel völlig intakt
Marktkonformität	aktuellen Marktanforderungen nicht (mehr) entsprechend	häufig nicht mehr marktgängig, 100 % Leerstand („rotten place“)	aktuellen Marktanforderungen nicht (mehr) entsprechend	aktuellen Marktanforderungen völlig entsprechend

Quelle: Nico Rottke / Hendrik Möller 2024

Strategie um, die in verschiedenen Teilstrategien am Markt Anwendung findet und Fehlbewertungssituationen gezielt durch multidisziplinäre Fachkompetenz beseitigt. Abbildung 5 gibt für jeden Ansatz eine Übersicht über die Gründe des jeweils günstigen Einstandes des Käufers, seine Wertschöpfungsmaßnahmen und die dahinter stehenden Problem lösenden notwendigen Kompetenzen.

Redevelop-to-core: Der Grund für die Instandhaltungshavarie ist häufig ein schleicher oder durch verschärfte Regulatorik unmittelbar einsetzender Sanierungstau. In der Redevelop-to-core-Strategie handelt es sich beispielsweise um ESG-Sanierungstaus, die bei Nichtbeheben dazu führen, dass Gebäude aus den erstrebenswerten Energieeffizienzklassen „A+/A“ oder „B“ fallen und bei Verkäufen hohe Abschläge hinnehmen müssen respektive – trotz hoher Mietnachfrage – nicht mehr die gewünschten Mietrenditen erzielen.

Die Wertschöpfungschance besteht hier darin, dass die Marktabschläge deutlich höher sind als die Sanierungskosten eines spezialisierten Unternehmens, dass diese Übermarge entsprechend als zusätzlichen Gewinn verbuchen kann. Maßnahmen der Komplettisanierung betreffen in der Regel nicht die Innensanierung der Wohnungen selbst, sondern die Gebäudehülle in Form einer ESG-Sanierung von Fenster, Fassade, Dach, Keller und TGA-Anlagen, vor allem der Heizung und Lüftung.

Die problemlösenden Kompetenzen befinden sich vor allem in dem Bereich der exakten Einschätzung der Maßnahmen und deren Baukosten sowie deren Förderfähigkeit und einer Einschätzung zur Marktgängigkeit des Produktes in Bezug auf die Lage der jeweiligen Liegenschaft.

Denkmal-to-core: Der Grund für die Instandhaltungshavarie ist ein durch den Denkmalstatus (oft bei fehlender Umnutzung) ausgelöster hoher Instandhaltungstau, der bis zur Gebäudeobsoleszenz und dessen völligen Leerstand und Verwahrlosung führen kann. Die Wertschöpfungschance besteht darin, mit günstigem Einkauf unter Inanspruchnahme von Fördermaßnahmen bei hoher Baukostenkompetenz zusätzlich im Averkauf hohe Sonderabschreibungen für den Käufer in Anspruch zu nehmen, die im Vergleich eine Nachsteuerrendite attraktiv machen und gleichzeitig ein optisch äußerst attraktives Produkt bieten („Wohnen im Industrieloft“).

Die problemlösenden Kompetenzen sind sehr breit gefächert und liegen hier vor al-

Abbildung 5: Wertschöpfungsinvestments „Manage-to-core“: Beseitigung von Bewertungshavarien

Havarienart	Instandhaltungshavarie		Bilanzhavarie	
	Energetische Sanierung	Denkmalsanierung	Aktivseite	Passivseite
Teilstrategie	„Redevelop-to-core“	„Denkmal-to-core“	„Transform-to-core“	„Restructure-to-core“
Grund für günstigen Einstand	ESG-Sanierungstau	Sanierungstau bis Obsoleszenz	Aktivseiten-Bilanzhavarie; „stranded asset“, Fehlentwicklungen bezüglich Marktbedarf	Passivseiten-Bilanzhavarie; Notsituation der umgehenden Rekapitalisierung
Wertschöpfungsmaßnahme	Sanierung von Dach, Fassade, Fenstern und TGA (Heizung, Klima, Wärme)	Vollsanierung Denkmal in allen Gewerken unter Inanspruchnahme von Sonderabschreibungen	Beseitigung aufgestauter Markteintrittsbarrieren durch Potenzialanalyse (wie Nutzen, Neukonzeptionierung und Teilbarkeit)	Beseitigung der Finanzierbarkeitsbarrieren durch Passivseiten-Bilanzrestrukturierung (Eigen- und Fremdsowie Mezzanine Kapital)
Problem lösende Kompetenz	Baukosten- und Produktkompetenz	Baukosten-, Steuer-, Produkt- und Vertriebskompetenz	Konzept- und Produktkompetenz, Kapitalzugang	Kapitalstrukturierungs- und Projektmanagementkompetenz, Kapitalzugang

Quelle: Nico Rottke / Hendrik Möller 2024

lem in der sehr hohen Baukostenkompetenz des Unternehmers oder Managers, die über das normale Maß weit hinausgeht, da sich Baukosten der Denkmalsanierung völlig anders als übliche Sanierungskosten oder Kosten der ESG-Sanierung verhalten. Ebenso ist eine hohe Steuerkompetenz von Nöten, um das finale Produkt passend in die mögliche Steuerlogik von kapitalstarken Kunden zu positionieren ebenso wie eine Vertriebsnetzwerk und eine Vertriebskompetenz mit Verständnis für und Zugriff auf vermögende Kapitalanleger, die auf der einen Seite Steuersparmodelle suchen, auf der anderen Seite optisch attraktive Produkte in guten, marktgängigen Lagen mit Produkten attraktiver Zuschnitte in passenden Größen, die durch ihre durchgängige Vermietbarkeit zu den unterstellten Konditionen das Steuermodell nicht gefährden.

Transform-to-core: Gründe für die Bilanzhavarie, hier auf der Aktivseite der Bilanz und in der Immobilie selbst als sogenanntes „stranded asset“ bezeichnet, sind Fehleinschätzungen des Eigentümers bezüglich des künftigen Marktbedarfes und der bevorstehenden Marktentwicklungen. Auf Markt- und Regulatorikveränderungen wird nicht adäquat oder gar nicht reagiert – oft wegen Kapitalmangels, mangelnder Kompetenz oder Veränderungen der Finanzierungslandschaft. Die Wertschöpfungschance besteht hier darin, durch Potenzialanalyse den eigentlichen höchsten und besten Nutzen der Liegenschaft zu erkennen und das Gebäude entsprechend seines Nutzens und seiner Konzeptionierung auf ein anderes Marktwertniveau zu heben.

Die problemlösenden Kompetenzen liegen in der Offenheit und konzeptionellen Fähigkeit, eine Potenzialanalyse ohne Vorbedingungen durchzuführen und in der Bereitschaft und finanziellen Stärke, die notwendigen investiven Maßnahmen auch zu ergreifen und umzusetzen.

Restructure-to-core: Der Grund für die Bilanzhavarie, hier auf der Passivseite der Bilanz und in der Finanzierungsstruktur der Liegenschaft begründet, sind zumeist plötzlich aufgetretene Notsituationen wie beispielsweise eine Überschuldung, ein Mieterausfall, ein Gebäudeschaden oder eine Unterkapitalisierung ausgelöst durch Neubewertung oder Insolvenz im Vehikel oder dessen Holding oder bei einem der Gesellschafter.

Die Wertschöpfungschance besteht hier darin, die Finanzierbarkeitsbarrieren durch Passivseiten-Bilanzrestrukturierung zu beseitigen. Dies geschieht durch die Zufuhr von Eigen-, Mezzanine- oder Fremdkapital respektive dessen Restrukturierung und die Schaffung einer stabilen Umgebung für die nachhaltige Bewirtschaftung der Liegenschaft, die nicht durch Panikreaktionen des Managements, Kündigungswellen oder ausbleibendem Asset- oder Property Management gekennzeichnet sind.

Die problemlösenden Kompetenzen liegen so in einer Beruhigung der Situation sowohl durch Projektmanagement- und Restrukturierungskompetenz als auch durch Kapitalmangelbeseitigung und somit Kapitalzugang sowie dessen Restrukturierung.



Der deutsche Immobilienmarkt befindet sich durch multiple Einmalschocks (Covid 19, Ukrainekrieg) seit 2020 in stetigem Umbruch. Zu diesen ursächlichen Schocks gesellen sich Rahmenbedingungen langsam aber stetig verändernder Strukturtrends, die derzeit in ihre Reifephase geraten, wie die ESG-Entwicklung oder die Digitalisierung, hier vor allem der Einsatz künstlicher Intelligenz. Diese Ursachen lösten Schockwellen und Gegenmaßnahmen aus, wie explodierende Baukosten, Konsumgutinflation oder Zinsen, die in Summe zu einem Stillstand des Transaktionsmarktes, zu einer Verknappung von Eigen- und Fremdmitteln sowie zu einer Insolvenzwellen unter Projektentwicklern und Immobilienbestandhaltern führten und führen.

Geburt neuer Geschäftsmodelle: Survival of the Fittest

Diese Einmalschocks ebbt derzeit wieder ab oder sind eingepreist, die Industrie passt sich an die langfristigen Strukturtrends an, zum Beispiel durch die Akzeptanz von ESG-Sanierungen oder die Digitalisierung integrierende New-Work-Konzepte, Gegenmaßnahmen beginnen, wieder zurückgefahren zu werden, wie zum Beispiel die Wende zur Zinswende am 06. Juni 2024. Der Immobilienmarkt zeigt sehr deutlich seine Abhängigkeit und Anfälligkeit gegenüber exogenen Einflüssen. Auf einem solchen Markt müssen Immobilienwertschöpfungsstrategien geringerer (wie Core-Strategien) und höherer Wertschöpfungstiefe (Value-Add-Strategien, opportunistische Strategien und Projektentwicklungsstrategien) einer Konsistenzprüfung unterzogen werden.

Während risikogedämpfte Core-Strategien zyklen- und weitestgehend fremdkapitalunabhängig agieren können, werden risikoreichere Strategien derzeit durch den Markt einem Validitätscheck unterzogen: Viele Hochrisikostrategien im opportunistischen oder Projektentwicklungsbereich scheitern derzeit aufgrund von hoher und komplexer Risikostrukturen bei einem zu hohen Einsatz von Fremdkapital und zu kurzen Fristen zur Wiederherstellung eines Projekt-Gleichgewichts.

Die Value-Add-Strategie „Manage-to-core“ bedient sich als risikoaffine, aber nicht Hochrisikostrategie dieses Umstands und tritt als Investor im semiprofessionellen Bereich bei Instandhaltungshavarien im Falle ausbleibender Sanierungen (beispielsweise ESG-Sanierung bei Mehrfamilienhäusern oder Denkmalsanierung) auf oder im Falle von Bilanzhavarien auf der Aktivseite der Bilanz wie „stranded assets“ res-

pektive der Passivseite der Bilanz (zum Beispiel Notkäufe aufgrund von kurzfristiger Rekapitalisierungsnotwendigkeit).

Der Ablauf dieser makroökonomischen Entwicklungen der Neukombination der Produktionsfaktoren (Wissen, Kapital, Arbeit und Boden) ist alles andere als neu und wurde bereits 1911 von Joseph Schumpeter beschrieben, der seinen dynamischen Unternehmer als Hauptfigur der sogenannten „schöpferischen Zerstörung“ in die Makroökonomie einführte. Die schöpferische Zerstörung beschreibt den Innovationsprozess, bei dem alte Märkte und deren Akteure durch neue Technologien, Produkte, Dienstleistungen, Methoden oder Geschäftsmodelle verdrängt werden. Durch diese neuartige Kombination von Produktionsfaktoren entstehen Innovationen und technischer Fortschritt. Anlass solcher Verdrängungsprozesse sind aktuell für den Immobilienmarkt die sich offensichtlich lange angekündigten und zur selben Zeit materialisierenden Strukturtrends der Demografie, Nachhaltigkeit und Digitalisierung.

Parallel wird die Notwendigkeit zur Veränderung noch katalysiert durch auftretende Einmalschocks wie die Coronakrise, die mit ihr einhergehenden gerissenen Lieferketten und den europäischen Krieg in der Ukraine sowie den Krieg in Gaza. Es ist die Regel und nicht die Ausnahme in der Geschichte der Ökonomie, dass solche Innovationsprozesse – wie derzeit – in konzentrierten Schüben und nicht stetig und graduell über die Zeit passieren, um letztlich den Konjunkturzyklus wieder zu entfachen.

In Zeiten des Umbruchs alter auf neue Rahmenbedingungen wirkt schöpferische Zerstörung exponentiell. Akteure, die sich den neuen Rahmenbedingungen am besten und geeignetsten anpassen, sind in der Lage, auf dem Immobilienmarkt künftig ihre neuen Geschäftsmodelle erfolgreich und gewinnbringend zu betreiben. Ähnlich wie die Jahre 2007 bis 2009 der Lehman-Krise stellen die Jahre 2020 bis 2023 eine Marktäsur für die Ökonomie und die Immobilienwirtschaft dar. Wegen der grundsätzlich guten Ausgangslage ist für Deutschland aufgrund des Wegfalls oder des Einpreises der meisten ursächlich verantwortlichen Phänomene damit zu rechnen, dass die Zeit unmittelbar nach der Krise angesichts der stattgefundenen Wertberechtigungen von bis zu 35 Prozent im Wohnbereich und bis zu 50 Prozent im Bürobereich von hoher Prosperität geprägt sein dürfte – ähnlich wie in der Post-Lehman-Zeit, worauf Akteure mit angepassten Geschäftsmodellen erfolgreich werden agieren können.

Das evolutionsbiologische Konzept des „survival of the fittest“ aus dem Jahr 1864 des Sozialphilosophen Herbert Spencer beschreibt schließlich diese Situation des Überlebens der am besten angepassten Organismen. Im übertragenen Sinne sind dies hier diejenigen Organisationen, die am besten an die neuen Rahmenbedingungen des Wirtschaftens auf dem Immobilienmarkt angepasst sind.

Reine „Weiter so“-Planungen und Umsetzungen führen in einer sich derzeit wandelnden Welt zu dem Ende existierender Geschäftsmodelle. Einfache Strategien der Immobilienwirtschaft mit geringer Wertschöpfungstiefe, die durch günstiges Fremdkapital und stabile Märkte großvolumig möglich waren, gehören der Vergangenheit an und scheitern, wenn die Unternehmen sich nicht auf die neue Situation einstellen. Risikoarme Langfriststrategien im Core-Bereich („cash is king“) mit Asset-Management-, vor allem Vermietungskompetenz, sind nach wie vor möglich und bieten nun die komfortable Chance des günstigsten Einkaufs.

Risikoaffine Kurz- und Mittelfriststrategien eröffnen die Chance, am Markt erfolgreich zu sein, gleichwohl mit der Notwendigkeit, aktiv Wertschöpfung im Immobilienzyklus zu betreiben und zu heben.

Voraussetzungen sind multidisziplinäre Kompetenzen des Personals. Das Überleben der Angepassten ist hier dasjenige, das in der Immobilienwirtschaft multidisziplinär und mehrdimensional aufgestellt ist – respektive die derzeit einsetzende schöpferische Zerstörung als Motor künftiger wirtschaftlicher Entwicklung begreift. So beinhalten die Post-Covid-/ Post-Ukraine-Geschäftsmodelle neue und selektive Kompetenzen in den Bereichen des Einkaufs, der ESG-Sanierung, der Potenzial- und Marktanalysen, der neuen Anforderungen an Produkt und dessen Vertrieb sowie Kompetenzen im Bereich der Kapitalstrukturierung. Die Immobilienwirtschaft ist nicht komplizierter geworden, ihre marktinhärente Komplexität tritt in Zeiten der Krise nur deutlicher hervor und verlangt darauf angepasste Lösungen im Sinne einer neuen Kombination der Produktionsfaktoren marktaktiver Akteure.

Fußnoten

- 1) Quelle: www.bki.de
- 2) Quelle: Statistisches Bundesamt Juni 2024 für Heizöl und Erdgas
- 3) Quelle: Statistisches Bundesamt Juni 2024
- 4) Quelle: DZHyp, Stand 12. Juni 2024
- 5) European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles
- 6) Quelle: IW Köln, IW Wohnindex, 2/2024