

Sonderbeilage: MIPIM 2019

## Mit wetterfestem Portfolio für jedes Umfeld gerüstet

Immobilien bleiben für Versicherungen und andere konservative Investoren wichtig – Wer sich einmal dafür entschieden hat, bleibt lange Zeit dabei

**Börsen-Zeitung, 12.3.2019**  
Immobilien sind ein fester Bestandteil der Kapitalanlage von deutschen Versicherungen. Besonders Personenerstversicherungen, also die Segmente Leben und Gesundheit, aber auch global aufgestellte Rückversicherungen haben lang laufende Zahlungsverbindlichkeiten. Einnahmen aus Immobilieninvestitionen eignen sich gut zur Abdeckung dieser Verpflichtungen.

Als Schutz vor Inflationskrisen und selbst vor Weltkriegen konnten institutionelle Investoren in der Vergangenheit von Immobilienanlagen profitieren. Diese Krisenfestigkeit und Widerstandsfähigkeit, neudeutsch: Resilienz, von Immobilien, ist heute, zehn Jahre nach der Finanzkrise 2008 und mit der Vorahnung, dass es früher oder später zumindest eine Rezession geben dürfte, unverändert aktuell. Immobilien stehen somit für die Wetterfestigkeit der Kapitalanlage nicht nur der Assekuranz.

### Breite Diversifizierung

Grundlage der Kapitalanlage in Immobilien ist eine breite Diversifizierung bei einer hohen Wertbeständigkeit. Die Diversifizierung des Portfolios von Versicherungen richtet sich dabei nach der regionalen beziehungsweise der globalen Geschäftstätigkeit. Für eine nachhaltige und zukunftsfähige Anlagestrategie hat sich die Beimischung von Immobilien-Aktientiteln (Real Estate Investment Trusts, Reits) als Ergänzung zur weniger fungiblen Immobilien-Direktanlage bewährt. So kann vor allem die geografische Allokation einfacher ausgesteuert werden. Alle Anlageoptionen der Assetklasse Immobilien haben eines gemeinsam: Die Wertbeständigkeit und Zukunftsfähigkeit orientiert sich an der langfristigen Zahlungsbereitschaft von Mietern.

Über die enge Verzahnung des Portfolios mit der Geschäftstätigkeit einer Versicherung hinaus gilt es aber auch, vermehrt Marktchancen zu nutzen. Die Preisveränderungen an den Immobilienmärkten bewegen sich in einer Größenordnung,

die selbst bei erheblichen Transaktionskosten Käufe und Verkäufe attraktiv erscheinen lassen – auch für langfristig orientierte, meist institutionelle Bestandshalter. Aktives Management lohnt sich. Die höheren Preisschwankungen mit zunehmenden Transaktionsaktivitäten in der Assetklasse Immobilien sind Begleiterscheinungen einer zunehmend globalisierten und vernetzten Welt.

In welcher Verfassung befinden sich die Immobilienmärkte zurzeit? Eine kurzfristig einsetzende Rezession sehen wir nicht, allenfalls eine kleine Delle in der wirtschaftlichen Entwicklung auf weiterhin hohem Niveau. Die Immobilienpreise befinden sich mit Blick auf den Konjunkturzyklus im oberen Bereich, was Chancen eröffnet, gute Preise im Verkauf zu erzielen.

Nicht nur bei Immobilien, sondern praktisch bei allen Arten von illiquiden Assets ist die Nachfrage anhaltend hoch. Die Jagd nach angemessenen Renditen im Nachgang der Finanzkrise und der anhaltenden Niedrigzinsphase dauert an. So sind institutionelle Investoren weiter auf der Suche nach Renditen oberhalb derer entsprechender Staatsanleihen. Viele Investoren haben sich Zielvolumina im Bestand von illiquiden Assets heruntergebrochen auf die einzelnen Sub-Assetklassen vorgenommen, die sie – vernünftige Renditen vorausgesetzt – umsetzen wollen, aber kaum können, da das Angebot knapp ist.

### Lange Warteschlange

So ist der Markt für Investitionen in reale Vermögenswerte global stark umkämpft. Die lange Warteschlange an kaufbereiten Investoren und die begrenzte Vermehrbarkeit der Ressource Immobilie vor allem in den Ballungsräumen macht es unwahrscheinlich, dass die Preise im Core-Segment qualitativ erstklassiger Immobilienobjekte in der Breite signifikant nachgeben werden.

Bei der gegebenen Marktsituation lohnt vor allem die aktive und systematische Bearbeitung des eigenen Immobilienbestandes. In diesem Bereich verbergen sich deutlich mehr

Chancen als auf den ersten Blick zu sehen sind. In dauerhaft gut nachgefragten Lagen bieten sich Projektentwicklungen von Immobilien an, die das Ende eines Zyklus erreicht haben. Der Lohn sind eine erhebliche Wertschöpfung und attraktive künftig zu erwartende Renditen, die oft deutlich jenseits derer von Neuankäufen liegen. In der öffentlichen Wahrnehmung dominieren die Transaktionen, vor allem der sogenannten „Trophy“-Immobilien, doch die Perlen liegen allzu oft im Bestand, die der Assetmanager nur in akribischer Feinarbeit für den Versicherungsinvestor erschließen kann.

### Weiterer Werthebel

Ein weiterer Werthebel befindet sich im Bereich der Wohnungen. Viele deutsche Versicherungen haben sich in der Vergangenheit aus diesem Bereich verabschiedet. Die Gründe sind vielfältig: zu kleinteilig, zu bürokratisch und zu aufwendig in der Bestandsarbeit. Manch ein Investor dürfte seine Entscheidung bereut haben, aber nicht aus den Gründen, die in der Öffentlichkeit gemeinhin vermutet werden. Wohnungen sind nicht vor allem deswegen eine rentierliche Anlage, weil die Mietpreisentwicklung stark nach oben zeigt. Für den langfristigen Bestandshalter ist dies natürlich ein positiver Effekt, doch gemessen am Bestand ist der Anteil der Neuvermietung gering und über den gesamten Bestand hinweg ist die Entwicklung nach oben sehr überschaubar.

### Bürokratische Hürden

Wohnungen sind für den langfristig orientierten Anleger eine gute Investition, weil die Leerstandsquote im hochwertigen Bestand gering und die Wahrscheinlichkeit des Mieterwechsels niedrig ist sowie die Renovierungs- und Sanierungskosten bei einem Mieterwechsel überschaubar sind. Darüber hinaus bietet die anhaltende Wohnungsknappheit Bestandshaltern Chancen zur Nachverdichtung der eigenen Objektflächen. Hierbei können Bestandsinvestoren auf behördliche Unterstützung haf-

fen, deren Anliegen es sein sollte, die Situation am Wohnungsmarkt zu entschärfen. Gleichwohl sind die bürokratischen Hürden bei der Neuschaffung von Wohnraum immer noch erheblich.

In stark nachgefragten Lagen gibt es beim Wohnraum genügend Mietinteressenten, die auch aufgrund der Deckelung der Mietzinsentwicklung deutlich höhere Mieten als die bestehenden Bewohner zu zahlen bereit sind. Dass hiervon Verkaufsanreize für langfristige Bestandshalter von Mietwohnungen ausgehen, sollte politisch tiefer durchdacht werden. Die Deckelung der Bestandsmieten in Verbindung mit steigenden Preisen in der Neuvermietung führt zu einer Spreizung zwischen Bestands- und Neumieten und erzeugt auch bei konservativen und langfristigen Bestandhaltern Verkaufsdruck.

Wohnimmobilien sind aufgrund der dauerhaft hohen Nachfrage in guten Lagen bei entsprechender Qualität für den konjunktursensiblen Investor nahezu ideal. Bei Gewerbeimmobilien hingegen muss gerade im wirtschaftlichen Abschwung mit Leerständen gerechnet werden, und bei einem Mieterwechsel fallen meist ganz erhebliche Kosten der Neueinrichtung an. Eine Versicherung hat dann nicht nur eine größere Investition zu tätigen, sie muss auch für einen längeren Zeitraum auf Zahlungen der Mieter verzichten. Büroimmobilien werden in der Stabilität tendenziell vom Markt überschätzt.

Grundsätzlich gilt für alle Nutzungsarten, dass Immobilien für die Bestandshalter der Versicherungswirtschaft mit Blick auf den gesamten Lebenszyklus funktionieren müssen. Das ist nur dann der Fall,

wenn die Bauqualität hoch und die Lage gut ist. Idealerweise gilt dies für viele Jahrzehnte. Losgelöst davon sind vermehrt Investoren auch am deutschen Immobilienmarkt unterwegs, die Preise bezahlen, die aus Sicht eines institutionellen Kapitalanlegers kaum mehr eine Illiquiditäts- oder Risikoprämie zulassen. Auch dann wird der langfristige Bestandhalter gerne auf die Verkäuferseite wechseln. Transaktionen werden auch für langfristige Bestandshalter interessanter.

### Rezession – was dann?

Früher oder später werden wir eine Rezession sehen. Und über die lange Haltedauer von Immobilien ist selbst eine ausgewachsene Krise wahrscheinlich. Schließlich geht es um Jahrzehnte. Der Investor und Bestandshalter von Immobilien hat dies zu berücksichtigen.

Im Rahmen unserer Analysen beim Kauf betrachten wir Szenarien für die Einkommens- und Wertentwicklung einer Immobilie auch im ungünstigen Fall – wie in einer möglichen Rezession. Dabei variieren die Ausschläge je nach Nutzungsart, Lage, Qualität und Mietvertragsgestaltung deutlich. Beispielsweise wird es in den attraktiven Wohnlagen von Hamburg oder München immer eine vergleichsweise hohe Nachfrage nach Wohnungen geben, während Gewerbeimmobilien in Nebenlagen von wirtschaftlichen Abschwüngen deutlich stärker betroffen sind. In jedem Fall ist hier eine hohe Expertise nötig, um Immobilienwerte mit Blick auf unterschiedliche Szenarien verlässlich einschätzen zu können. Der Wertbeitrag dieser Expertise in der Bestandsarbeit aber

auch bei Transaktionen ist ganz erheblich und darf keinesfalls unterschätzt werden.

Versicherungen setzen bevorzugt auf Immobilien, bei denen auch im wirtschaftlichen Abschwung ein deutlicher Rückgang der Mieteinnahmen kaum zu befürchten ist. Gerade in der Spätphase eines konjunkturellen Aufschwungs ist es riskant, in Objekte in der zweiten oder dritten Reihe auszuweichen oder in Gegenden zu investieren, die aus strukturellen Gründen kaum mehr nachgefragt werden. Dafür gibt es auch in Deutschland durchaus Beispiele. Dagegen sind stark nachgefragte Lagen wertstabil.

Die liquiden Assets werden es in einem Kapitalmarktumfeld aus niedrigen Zinsen und hohen Volatilitäten weiter schwer haben. Dagegen wird der Ausbau der illiquiden Anlagen auch bei den Versicherungen anhalten. Davon dürften auch die Immobilienanlagen profitieren. Immobilien bleiben daher wichtig im Anlageportfolio von Versicherungen und anderen konservativen Anlegern. Wer sich einmal für diese Anlageklasse gerüstet hat, das heißt eine profunde und spezielle Expertise aufgebaut hat, der wird für sehr lange Zeit dabei bleiben.

Eine wirtschaftliche Abschwächung ist für langfristige Investoren kein Problem – ganz im Gegenteil: es kommt Bewegung in den Markt, und Bewegung bedeutet Chance. Wichtig ist, trotz aller Turbulenzen – auch politischer Art – den Blick am Horizont zu halten und das langfristige Ziel eines gut diversifizierten und anlegergerechten Portfolios immer im Blick zu haben.

.....  
Hans-Joachim Barkmann, Geschäftsführer der Meag