





# Immobilien: raus aus der Krise, zurück zu den Grundlagen

Über aktuelle Trends im Immobiliensektor diskutierten **Gregor Asshoff**, Vorstand von SOKA-BAU, **Stefan Ebinger**, Head of Real Estate Investments bei der Debeka Versicherungsgruppe, **Uwe Krause**, Head of Real Estate Asset- and Fund Management bei MEAG, **Stefan Wundrak**, Head of Research Europe bei Nuveen Real Estate, und **Stefan Dölker**, Rechtsanwalt und Partner bei Silverton. **Dr. Guido Birkner** und **Goran Culjak** moderierten die Runde.

---

SPONSOREN

**MEAG**

A Munich Re company

**nuveen**

A TIAA Company



„Deutschland  
hinkt im Im-  
mobilienzklus  
hinter anderen  
Ländern hin-  
terher, unter  
anderem wegen  
Homeoffice und  
der demografi-  
schen Herausfor-  
derungen.“

**D**ie Immobilienwirtschaft hat die Krise der vergangenen Jahre noch nicht überwunden. Wie beurteilen Sie die Rahmenbedingungen für die Branche?

**Stefan Wundrak:** Die Zeit der Nullzinsen, in der Immobilien als Ersatz für Anleihen dienten, ist vorbei, und viele Akteure tun sich noch schwer damit, dass wieder normale Marktverhältnisse herrschen. Immobilien übernehmen nun wieder ihre klassische Rolle im Portfolio, etwa zur Diversifikation. Wir sind dennoch optimistisch für Europa, da die Zinsen hier im weltweiten Vergleich weiterhin niedrig sind, vor allem im Vergleich zu den USA, wo auch aufgrund der großen politischen Unsicherheit US-Investoren verstärkt nach Europa blicken.

**Gregor Asshoff:** Ich kann das von den Zahlen her nur unterstützen. Immobilientransaktionen sind weltweit wieder gestiegen, im Jahr 2024 um rund 8 Prozent. Besonders im letzten Quartal gab es einen deutlichen Anstieg in allen Regionen und Asset-Klassen, auch bei Büroimmobilien. Damit scheint das Tief überwunden zu sein. In Europa rückt Großbritannien in den Fokus, in Asien-Pazifik etwa Australien. Die Zeiten, in denen Immobilien als Ersatz für festverzinsliche Anlagen genutzt wurden, sind vorbei. Das Markt-

umfeld ist professioneller geworden, aber auch anspruchsvoller. Zudem werden neue Asset-Klassen, die bislang als Nischen betrachtet wurden, interessanter.

**Stefan Dölker:** In Deutschland – speziell im Bürosegment – befinden wir uns noch tief in der Krise: Das Transaktionsvolumen lag 2023 um 70 Prozent niedriger als im Vorjahr. Auch auf Wohnimmobilien wirken sich makroökonomische und geopolitische Unsicherheiten stark aus. Mieterentscheidungen dauern länger, der Bedarf ist schwerer einzuschätzen als früher, wenn man die Mieterseite betrachtet. Auf der Investorensite ist Büro momentan noch eine No-go-Area.

**Stefan Wundrak:** Das ist auch stark von den USA getrieben, weil dort die Performance bei Büroimmobilien katastrophal gewesen ist. Das schwappt nach Europa herüber, obwohl wir hier bessere Zahlen haben. Die Werte für Leerstände und Mietsteigerungen sind in Ordnung.

**Stefan Dölker:** Büroimmobilien werden aktuell überproportional abgestraft, vor allem in B- und C-Lagen. Gefragt sind zentrale Standorte mit guter Anbindung an den öffentlichen Nahverkehr und hoher Flächenqualität, um Mitarbeitende ins Büro




---

**GREGOR ASSHOFF**  
**VORSTAND, SOKA-BAU**

Viele Projektentwickler waren auf steigende Zinsen nicht vorbereitet, so Gregor Asshoff. Als die sich einstellten, führten sie zu massiven Problemen, besonders in Deutschland und Österreich.

zu holen. Ein Bürobau aus den 2000er oder 90er Jahren in peripherer Stadtrandlage funktioniert nicht mehr. Unternehmen wie Siemens ziehen trotz höherer Mieten aus ihren bisherigen Standorten in attraktive Lagen und verkleinern die Fläche. Der Investment-Markt bleibt schwach, aber gerade dort liegt eine Chance.

**Uwe Krause:** Im Bürosektor sehen wir eine klare Zweiteilung: Während B- und C-Lagen schwächeln, laufen unsere Core-Bestände in den CBDs – etwa in München, Paris oder New York – stabil. Wir verwalten rund 15 Milliarden Euro mit einem starken Fokus auf aktives Asset Management. Trotz Diskussionen über eine Krise sehen wir in der operativen Bestandsbewirtschaftung – ob Wohnen, Büro, Logistik oder Fachmärkte – keine gravierenden Probleme. Die Mieten steigen, es gibt kaum Leerstand. Die Wertkorrekturen resultieren primär aus gestiegenen Zinsen und sind bei uns in den Beständen aufgrund der Portfolioqualität eher moderat ausgefallen. Eine Herausforderung ist aktuell die Zurückhaltung der Investoren, da Fixed Income wieder attraktiver ist.

**Stefan Wundrak:** Wir erleben derzeit einen einmaligen Zyklus. Anders als früher ist nur der Investitionsmarkt eingebrochen,

während die Mieten vielerorts deutlich steigen. Eine klassische Erholung mit hohen Renditen wie nach der Finanzkrise ist kaum möglich, weil die Mieten nicht gefallen sind und sich daher nicht erholen können. Eine Erholung kann nur über die Finanzmärkte kommen, wird aber vermutlich deutlich verhaltener als in früheren Zyklen ausfallen.

**Stefan Dölker:** Ein Problem ist die Relation zur Fixed-Income-Seite: Selbst bei Core-Immobilien braucht es wegen des inhärenten Risikos einen Renditeaufschlag von 150 bis 200 Basispunkten. Doch die Preise sind noch nicht so weit gefallen, dass sich etwa 5 Prozent Rendite in zentralen Lagen wie München erzielen ließen. Deshalb bleibt das Transaktionsvolumen niedrig, die Mietsteigerungen gleichen den Preisverfall durch die gestiegenen Zinsen noch nicht aus. Zwar haben wir jetzt wieder sinkende Zinsen, aber wenn Sie 200 Basispunkte obendrauf nehmen, sind wir schon wieder bei über 4 Prozent. Ich habe keinen Leverage-Effekt, wenn ich für 4 Prozent einkaufe.

**Stefan Wundrak:** Das ist teilweise absurd. Wenn wir ein Objekt verkaufen möchten, tun wir das nicht, weil der Preis momentan nicht so gut ist. Auf der Käuferseite heißt es, wir können nicht kaufen, weil das Objekt zu teuer ist.

---

**STEFAN EBINGER**  
**HEAD OF REAL ESTATE**  
**INVESTMENTS, DEBEKA**

Mittlerweile gebe es ein laut Stefan Ebinger klares Verständnis davon, was mit Artikel 8 und 9 gemeint sei. Die Frage, wie man den Zustand einer Immobilie bewertet und welche Maßnahmen erforderlich sind, war anfangs schwierig zu beantworten.



**Gregor Asshoff:** Das beschreibt die deutsche Sicht der Dinge. Deutschland hinkt im Immobilienzyklus hinter anderen Ländern hinterher, unter anderem wegen Homeoffice und der demografischen Herausforderungen. Unternehmen müssen für qualifizierte Mitarbeitende attraktiv sein, was auch die Standortwahl beeinflusst. Innenstädte gewinnen an Bedeutung, da sich Backoffice-Standorte am Stadtrand oft schwer besetzen lassen. Weltweit beobachten wir einen „Flight to Quality“. Gefragt sind zentral gelegene, moderne Gebäude mit hochwertiger technischer Ausstattung. Ältere Immobilien sind oft nicht mehr zeitgemäß und schwer oder nur teuer zu modernisieren. ESG-Kriterien spielen zudem eine wachsende Rolle.

**Stefan Ebinger:** Das makroökonomische Umfeld hat sich 2025 spürbar verbessert, auch im Zinsbereich. Dennoch bleibt Leverage für manche Asset-Klassen im Immobiliensektor unattraktiv. Viele Portfolios haben ihre Abwertungen noch nicht vollständig vollzogen, was Kauf- und Verkaufspreise noch immer auseinanderdriften lässt. Bewertungsanpassungen werden teilweise aus Zurückhaltung oder Unvermögen vermieden. Das hemmt Transaktionen. Ich bin aber zuversichtlich, dass das Transaktionsvolumen in diesem Jahr weiter zunimmt.

**Stefan Dölker:** In Deutschland werden Probleme gern ausgesessen. Das sehen wir auch bei Immobilienbewertungen. Oft liegen noch Gutachten mit unrealistischen Werten vor, die Käufer nicht nachvollziehen können. Das erschwert Deals. Doch der Druck steigt, und viele Marktteilnehmer erkennen, dass Abwarten nicht mehr hilft. Auch Banken geraten unter Zugzwang. Die BaFin akzeptiert keine beschönigten Bewertungen mehr und setzt eigene Maßstäbe an. In der Folge werden Banken agiler – eine Entwicklung, die den Markt insgesamt wieder in Bewegung bringen könnte.

**Uwe Krause:** Unsere Einschätzung zur makroökonomischen Lage weicht etwas ab. Wenn Investoren über das Dollar-Risiko entscheiden und sich fragen, ob sie in Europa oder den USA investieren sollen, ist die Antwort meist klar. Losgelöst von der politischen Lage in den USA sehen wir aufgrund der ökonomischen Entwicklung und des Wachstums dort ein starkes Investitionssentiment. Die USA stehen dieses Jahr bei unseren Investitionszielen im Vordergrund, insbesondere für Investoren, die das Dollar-Risiko managen können. Für auf Euro fokussierte Investoren sind auch andere europäische Märkte wie Spanien, Portugal oder Holland interessant. Skandinavien

bietet ebenfalls attraktive Perspektiven. Insgesamt bleibt Deutschland ein wichtiger Markt, aber unter den globalen Schwergewichten liegt der Fokus auf den USA.

**Stefan Wundrak:** Das war vor ein paar Monaten noch der Fall, aber das ändert sich allmählich. Die aktuellen Returns zeigen, dass es für Investoren, die Diversifikation suchen und noch nicht in den USA investiert sind, gute Gründe gibt, dort zu investieren. Der Markt zeigt interessante Bewegungen, und es bleibt abzuwarten, wie sich die Lage in den kommenden Monaten entwickelt. Ich könnte mir vorstellen, dass das Interesse an den USA bald zurückgehen wird. Investoren meiden in der Regel Unsicherheit, und in den USA herrscht derzeit eine erhebliche Verunsicherung. Zwar könnte sich aus dieser Situation langfristig etwas Positives entwickeln, doch Indikatoren wie das Verbrauchervertrauen in den USA sind stark eingebrochen. Erste Rückgänge in verschiedenen Marktsegmenten sind bereits in den ersten Wochen nach der Amtsübernahme der neuen US-Regierung sichtbar geworden. Die fast täglichen neuen Ankündigungen machen es zunehmend schwierig, auf Kurs zu bleiben. Deutsche Investoren reagieren auf Unsicherheiten sensibel, da sie eine klare Orientierung brauchen. Noch im Dezember hätte man die Einschätzung der Investoren für eindeutig gehalten. Heute ist das nicht mehr so eindeutig. Es ist spannend, sich die aktuellen Dynamiken und die wirtschaftliche Entwicklung anzuschauen. Während die USA momentan stärker wachsen als Europa, zeigt eine genauere Analyse, dass sich Investitionen in Europa dennoch lohnen können, insbesondere aufgrund des deutlich niedrigeren Zinsniveaus. Die Differenz zwischen 4,5 Prozent und 2,5 Prozent macht beim Return einen spürbaren Unterschied.

**Hat der Immobilienmarkt inzwischen das Gros an Ausfällen in der Projektentwicklung und an Insolvenzen von Bauunternehmen gesehen?**

**Stefan Dölker:** In München sieht man besonders deutlich, wie stark die Insolvenzen



„Bewertungs-  
anpassungen  
werden teilweise  
aus Zurückhal-  
tung oder Unver-  
mögen vermie-  
den.“

im Projektentwicklungsbereich ausgefallen sind – vor allem durch Signa. Neben diesen prominenten Fällen gab es viele weitere, insbesondere im Wohnbereich. Der Großteil des betroffenen Marktes ist inzwischen in Insolvenz- oder Restrukturierungsverfahren. Manche Entwickler können Probleme noch aufschieben. Es zeigt sich eine Zweiteilung im Markt: Auf der einen Seite sehen wir Entwickler mit wenig Eigenkapital, die auf hohe Fremdfinanzierung inklusive teurem Mezzanine-Kapital durch Hedgefonds angewiesen waren. Schon kleine Veränderungen im Marktumfeld können solche riskanten Modelle kippen lassen. Auf der anderen Seite stehen eigenkapitalstarke Entwickler, die Projekte fertigstellen und halten können. Diese werden als Gewinner aus der Krise hervorgehen, weil sie günstig zukaufen können. Die großen Insolvenzen sind weitgehend durch, es gibt aber noch vereinzelt Risiken.

**Gregor Asshoff:** Deutschland hat die Projektentwicklerkrise besonders hart getroffen, auch im Vergleich zu internationalen Märkten. Ein Grund dafür ist das langanhaltend niedrige Zinsniveau, das hierzulande zu sorglosen Finanzierungsmodellen verleitet hat. Viele Entwickler waren auf steigende Zinsen nicht vorberei-



„Bei manchen Immobilien lohnen sich ESG-Maßnahmen wirtschaftlich nicht, zum Beispiel Büroimmobilien aus den 1990er Jahren.“

tet. Als die sich einstellten, führten sie zu massiven Problemen. In Deutschland und Österreich fallen daher besonders viele Projekte besonders heftig um. Gleichzeitig entstehen dadurch Chancen für Investoren, weil zahlreiche Objekte brachliegen. Dennoch kommen nur wenige Transaktionen zustande, viele Neubauprojekte verharren unfertig im Markt.

**Stefan Wundrak:** Ich sehe weniger Zombie-Projekte, als zu erwarten war. Viel Kapital – auch aus den USA – wurde eingesammelt, um von Distressed Assets zu profitieren. Doch diese finden sich in Deutschland bislang weniger zahlreich am Markt als zuvor angenommen. Stattdessen kommt es teils zu Bieterwettbewerben bei Core-Plus-Immobilien. Insgesamt ist der Markt ruhiger als prognostiziert, auch wenn Deutschland etwas stärker betroffen ist als andere Länder.

**Stefan Dölker:** Aus meiner Sicht waren die Finanzierungsbedingungen für Projektentwickler in Deutschland in den vergangenen Jahren außergewöhnlich. Hohe Summen kamen von Versorgungswerken und institutionellen Investoren, während Entwickler

selbst kaum Eigenkapital einbrachten. Mit Konstruktionen wie Junior-Tranchen und Holdingstrukturen wurde eine hohe Eigenkapitalquote suggeriert. Solche Modelle funktionierten, weil Zinsen sanken und Investoren Kapital anlegen mussten. Deutschland bot damit einen Sonderweg mit hoher Risikobereitschaft bei gleichzeitig günstiger Finanzierung. Was Distressed-Transaktionen betrifft: Viele internationale Investoren hatten mit einem großen Angebot daran gerechnet, aber deutsche Eigentümer und Banken versuchten lange, Verluste hinauszuzögern, um Abschreibungen zu vermeiden. Nun könnte mehr Bewegung in den Markt kommen, auch weil der regulatorische Druck wächst und längeres Zuwarten nicht mehr möglich ist.

**Herr Asshoff, wie ist das Immobilienportfolio von SOKA-BAU aufgestellt?**

**Gregor Asshoff:** Deutschland ist für uns – gemessen am weltweiten Umsatz – ein kleiner Markt. Wir bewirtschaften hier knapp 9.000 Wohnungen selbst. Dabei haben sich eigene Hausmeister für uns in den Anlagen als großer Vorteil erwiesen. Das ist scheinbar eine Kleinigkeit, die aber letztlich über die Rentabilität mitentscheidet. Der deutsche Wohnungsmarkt ist in den fragten Regionen unterversorgt, gleichzeitig erleben wir paradoxerweise Abwertungen trotz steigender Mieten. Wir nehmen das gelassen hin und nutzen die Zeit, um zu investieren, etwa durch ESG-Nachrüstungen, Sanierungen oder Nachverdichtungen. Doch die Umsetzung ist schwierig: Unsere Grundstücke aus den 60er Jahren des vergangenen Jahrhunderts sind oft nur zu 60 Prozent genutzt. Für neue Bauprojekte, zum Beispiel Nachverdichtungen, stoßen wir jedoch auf Hürden bzw. nehmen zu wenig Unterstützung auf Ebene der Kommunen wahr. Die Hindernisse reichen von widersprüchlichen Auffassungen in Bau- und Umweltämtern bis zu aufgezwungenen Architektenwettbewerben, deren Ergebnisse dann doch keinen Konsens bringen. Insgesamt stellen sich die Genehmigungsverfahren als viel zu bürokratisch und langwierig dar. Büroimmobilien machen bislang nur einen kleinen

Teil unseres Portfolios aus, das möchten wir ändern. In München besitzen wir unter anderem ein topmodernes, voll vermietetes Büroobjekt mit einem langfristigen Mietvertrag und einem solventen Mieter. Trotzdem wurde es um rund 25 bis 29 Prozent abgewertet – mit Verweis auf die Entwicklung des Liegenschaftszinses und das allgemeine Marktsektiment. Wir können das bilanztechnisch verkraften, aber die Marktpreisfindung ist in Deutschland noch nicht abgeschlossen – weder bei Büros noch bei Wohnimmobilien. Auch dort beobachten wir massive Preisabschläge, etwa in München von Faktor 32 auf Faktor 21. Wenn kein Verkaufsdruck besteht, ist Aussitzen hier wohl die bessere Option. Bei Logistik sehen wir weiterhin Bedarf, ebenso in Nischensegmenten wie Serviced Apartments, studentischem Wohnen oder Seniorenimmobilien. Letztere sind angesichts des demografischen Wandels besonders wichtig, doch der Markt stagniert oft wegen fehlender Pflegekräfte. Auch bei Rechenzentren ist die Nachfrage hoch, aber Hürden wie ungenügende Stromversorgung oder Abwärmennutzung bremsen viele Projekte aus.

#### **SOKA-BAU ist also über mehrere Immobilien-Asset-Klassen diversifiziert?**

**Gregor Asshoff:** Diversifikation ist für uns zentral. Wir investieren global in Immobilien – grob gesagt zu je einem Drittel in Asien, Amerika und Europa, und das in allen relevanten Asset-Klassen. Etwa die Hälfte unseres Portfolios steckt in etablierten Märkten und Produkten, die andere Hälfte in Nischen-Investments. Gerade in illiquiden Anlageklassen wie Immobilien ist Diversifikation entscheidend, um Krisen zu überstehen und langfristig Erfolg zu haben. Die Krisen lassen sich kaum vorhersagen. Nehmen Sie etwa den überraschenden, dramatischen Zinsanstieg im Jahr 2022! Viele unterschätzen, dass Investments in diesem Bereich langfristige Entscheidungen über zehn bis zwölf Jahre sind. Das ist mit Aktien und Bonds nicht vergleichbar.

**Stefan Wundrak:** Gesundheits- und Seniorenimmobilien sind ein Bereich mit großem Bedarf. Das war aufgrund der demografischen Entwicklung seit langem absehbar. In der Praxis ist jedoch wenig passiert, weil es schwer ist, daraus ein tragfähiges Geschäftsmodell zu machen. Die Rahmenbedingungen unterscheiden sich nicht nur zwischen Ländern, sondern oft schon zwischen Städten. Hinzu kommen hohe Anforderungen der Regulierung und der Fachkräftemangel. Letzterer treibt die Kosten zusätzlich in die Höhe. Am Ende bleibt wenig finanzieller Spielraum für die Immobilie selbst. Deshalb fließt in diesen lukrativen Bereich weniger Kapital, als wir es eigentlich für sinnvoll halten. Bisher ist es uns als Branche



---

#### **UWE KRAUSE** **HEAD OF REAL ESTATE ASSET- AND** **FUND MANAGEMENT, MEAG**

Losgelöst von der politischen Lage in den USA sieht Krauses Team dort ein starkes Investitionsentiment, insbesondere für Investoren, die das Dollar-Risiko managen können. Für auf Euro fokussierte Investoren sind Spanien, Portugal oder Holland interessant.



„Die meisten regulierten Investoren haben ihre Immobilienquote gut gefüllt, weshalb nur wenige an weiteren Investitionen interessiert sind.“

nicht gelungen, gesellschaftliche Bedarfe und Investoreninteressen besser miteinander zu verzahnen. In den USA gelingt das etwas besser, während diese Chance in Europa bisher ungenutzt bleibt.

**Eine Untersuchung beziffert die Nettoanfangsrenditen für Bildungsimmobilien mit 4 bis 5 Prozent. Eine interessante Nische?**

**Gregor Asshoff:** In Asien machen wir das massiv und erzielen damit einen fast risikolosen Gewinn, weil diese Investments regelmäßig, zum Beispiel in Australien, öffentlich gefördert werden.

**Stefan Ebinger:** In Nordrhein-Westfalen, besonders in Köln, wird das aktuell gesucht. Wir investieren nicht direkt in Bildungsimmobilien, sondern indirekt über Investment-Manager. Wir selbst führen hauptsächlich die Managerauswahl durch und sind dann in der Zusammenarbeit über Erwerbs- und Verkaufsvorlagen in die Investitionsentscheidung involviert. Uns wurden bereits mehrmals solche Schulprojekte in verschiedenen deutschen Städten angeboten.

**Uwe Krause:** Wir prüfen neue Asset-Klassen mit attraktivem Cashflow-Profil. Schulen sind hier besonders spannend, denn die Mietverträge laufen über 20 bis 30 Jahre, die Objekte sind meistens kommunal ab-

gesichert und mit Indexklauseln versehen. Sie sind planungssicher, renditestark und standortstabil. Kommunen können in einigen Bundesländern den Schulbedarf nicht mehr selbst ohne erhebliche finanzielle Anstrengungen decken, sind aber bereit, für Neubauten langfristige Pachtmodelle einzugehen. Solche Projekte prüfen wir als ergänzende Bausteine für unser Portfolio. Die Strukturierung ist anspruchsvoll, aber vielversprechend.

**Herr Ebinger, wie ist die Debeka in Immobilien allokiert?**

**Stefan Ebinger:** Der Ausblick auf Immobilieninvestitionen ist insgesamt positiv. Derzeit sind wir überwiegend in Büro- und Einzelhandelsimmobilien investiert, während Logistik und Wohnen noch eine geringere Rolle spielen. Gesundheitsimmobilien wie Arzt Häuser oder Versorgungszentren sind teils integriert, werden aber nicht separat ausgewiesen. Ob man sie als Nische betrachtet, ist Definitionssache – für uns ähneln sie funktional klassischen Büroimmobilien. Bei Rechenzentren sehen wir Potential, insbesondere in der Projektentwicklung. Für eine langfristige Bestandshaltung fehlen uns aktuell jedoch belastbare Erfahrungswerte. Technologische Entwicklungen sind schnelllebig, deshalb bleibt es fraglich, ob diese Objekte

in zehn bis 20 Jahren noch den gleichen Wert haben. Die Standortinfrastruktur – vor allem die Stromversorgung – wird hier zur entscheidenden Komponente. Obwohl unser Haus 2025 keine Neuzeichnungen plant, haben wir noch Spielraum über bestehende Kapitalzusagen. Im vergangenen Jahr haben wir gezielt in Büro- und Wohnimmobilien investiert nach dem altbekannten Motto „Lage, Lage, Lage“. Gute Objekte in Toplagen sind wieder zu attraktiven Preisen verfügbar. Zudem hat sich der Markt beruhigt, was mehr Zeit für sorgfältige Prüfungen lässt. Auch im Bestand sind wir zufrieden: Die Mieten steigen in vielen Segmenten, was uns Spielraum für ESG-Investitionen eröffnet. Gerade bei älteren Objekten sind nachhaltige Modernisierungen nötig, die sich durch höhere Mieteinnahmen nun besser darstellen lassen.

**Uwe Krause:** Wir sehen aktuell ein attraktives Preisniveau in den Standard-Asset-Klassen. Gute Büroimmobilien unter dem 20-Fachen sind selten, aber lohnenswert. Auch Logistikimmobilien unter dem 20-Fachen und neu gebaute Fachmärkte unter dem 18-Fachen sind derzeit interessant. Das Angebot ist begrenzt, aber qualitativ stark. Wir setzen bewusst nicht auf Nischen-Asset-Klassen, nur weil Standardklassen herausfordernd sind. Altersgerechtes Wohnen zum Beispiel bietet für uns nur einen begrenzten Mehrwert, wenn bestehende Wohnanlagen bereits voll vermietet sind und sich durch Barrierefreiheit allein kaum aufwerten lassen.

#### Kommt der Einzelhandel zurück?

**Stefan Wundrak:** Fachmarktzentren sind in Europa stabil durch Covid und das Internetwachstum gekommen und gelten heute als nachhaltiger als Shoppingcenter. Das zeigt sich in niedrigeren Anfangsrenditen und besseren Vermietungsständen. Allerdings bieten sie kaum Wertsteigerungspotential, sondern vor allem stabilen Cashflow. Entsprechend ist der Markt für Fachmarktzentren deutlich aktiver als der für Shoppingcenter. Dort besteht weiterhin das Problem, dass die Buchwerte oft nicht mit den Marktpreisen übereinstimmen. Zudem sind Shoppingcenter meist groß und schwer zu handeln. Investoren geben heute eher 30 bis 40 Millionen für ein Fachmarktzentrum aus, aber selten 300 bis 500 Millionen für ein Shoppingcenter. Zudem sind ESG-Anforderungen bei Shoppingcentern schwerer zu erfüllen. Zwar steigt das Interesse wieder, doch die Transaktionen bleiben verhalten. Shoppingcenter funktionieren in manchen Märkten wie Spanien weiter gut, in Deutschland hingegen weniger, weil hier die High Streets zu attraktiv sind. Die Objekte wurden früher mit 4 Prozent Rendite gehandelt, heute mit über 7 Prozent, trotzdem finden sich kaum Käufer. Das liegt an schwer nutzbaren Stockwerken, hohem



#### **STEFAN WUNDRAK** **HEAD OF RESEARCH EUROPE,** **NUVEEN REAL ESTATE**

Gesundheits- und Seniorenimmobilien sind ein Bereich mit großem Bedarf. In der Praxis ist jedoch wenig passiert, weil es nach Wundraks Ansicht schwer ist, daraus ein tragfähiges Geschäftsmodell zu machen.

---

**STEFAN DÖLKER**  
**RECHTSANWALT UND PARTNER,**  
**SILVERTON**

Hierzulande werden Probleme gerne ausgesessen, so Dölker. Das sieht der Jurist auch bei Immobilienbewertungen. Oft liegen noch Gutachten mit unrealistischen Werten vor.



Investitionsbedarf für die Instandhaltung und der Notwendigkeit, Partner ins Boot zu holen, was das Ganze verkompliziert. Im aktiveren Markt Großbritanniens liegen die Einstiegsrenditen sogar bei über 10 Prozent. Die Anforderungen an die Rendite sind also inzwischen extrem hoch. Neubauten sind keine Option, sondern man muss mit dem Bestand arbeiten.

**Stefan Ebinger:** Shoppingcenter muss man beim Kauf als Projektentwicklung sehen, unabhängig vom Vermietungsstand. Erdgeschosse sind meist belebt, aber mit jeder Etage nehmen die Frequenz und die Mietqualität ab – ein Trend, der sich verschärft hat. Wer Shoppingcenter hält oder kaufen will, sollte prüfen, was sich ab der ersten Etage sinnvoll umnutzen lässt – Büro, Hotel oder andere Konzepte. Zu glauben, dass ein Shoppingcenter auch in zehn bis 15 Jahren noch als solches funktioniert, ist wenig realistisch.

**Wie sieht es mit Hotels aus?**

**Stefan Wundrak:** Hotels haben in den letzten zwei Jahren sehr gut performt, besonders an Standorten mit einer Mischung aus Business und Tourismus. Doch Hotels gehören zu den volatilsten Asset-Klassen. Die Lage kann sich schnell wieder ändern. Expertise ist in diesem Bereich gefragt.

**Stefan Dölker:** Die Leistung eines Hotels hängt maßgeblich vom Betreiber ab. Ein Pachtvertrag allein reicht nicht aus, sondern die Fähigkeit des Betreibers, das Hotel zu managen, ist entscheidend. Zusätzlich zur Lage spielt die Wahl der Marke und des Betreibers eine Rolle. In vielen Fällen wird das ursprüngliche Bürogebäude nun in eine Mischnutzung umgewandelt, wobei Hotels einen großen Anteil einnehmen. Besonders an Standorten mit einer guten Mischung aus Geschäft und Tourismus ist die Nachfrage nach Hotels weiterhin hoch. Auch die Kombination von Kurz- und Langzeitaufenthalten in Form von Service-Apartments wird zunehmend attraktiver.

**Stefan Wundrak:** Der demografische Wandel beeinflusst den Tourismussektor ebenfalls. Ältere Menschen kaufen weniger, aber sie reisen dafür sehr gerne. Besonders in der Nebensaison ist die Auslastung von Hotels inzwischen höher, da Menschen zwischen 60 und 75 Jahren vermehrt ohne Kinder reisen. Das bietet Potential für die Hotelbranche, ohne in Seniorenimmobilien investieren zu müssen.

**Wie groß ist derzeit die Nachfrage nach der Asset-Klasse Logistik?**

**Stefan Ebinger:** Wir hätten gerne mehr davon, als wir bereits haben. Wir arbeiten



kräftig daran, unsere Allokation europaweit auszubauen.

**Stefan Wundrak:** Der große Boom rund um Logistikimmobilien ist vorbei. Wir hatten mal einige Jahre, in denen sich zweistellige Wachstumsraten bei den Mieten erzielen ließen. Wir sehen dieselbe Entwicklung wie bei Büros. Es dauert unheimlich lange, bis Unternehmen eine Mietentscheidung treffen, auch wenn die Nachfrage eigentlich da ist.

**Gregor Asshoff:** Die Goldgräberstimmung ist vorbei, aber es bleibt eine – auch zur Diversifikation – bedeutende Asset-Klasse mit einer immer noch steigenden Nachfrage.

#### **Welche Rolle spielen Nachhaltigkeitskriterien und die ESG-Regulatorik bei neuen Investments in Immobilien?**

**Stefan Wundrak:** Es ist jetzt die Zeit, in Nachhaltigkeitsfragen pragmatisch zu handeln und weniger Werbung zu machen. Der Austausch von Geräten am Ende der Lebensdauer wie einem Gasboiler gegen eine moderne Wärmepumpe ist ökonomisch sinnvoll, aber man ersetzt nicht ein noch funktionierendes Gerät, nur weil es technisch nicht auf dem neuesten Stand ist. Themen wie Solarpanels, Elektrifizierung von

Gebäuden und Modernisierung sind mittlerweile Standard und machen ökonomisch Sinn, besonders langfristig. Es geht darum, zukunftsfähig zu bleiben, da sich politische Richtungen immer wieder ändern.

**Gregor Asshoff:** Der Hype ist vorbei, der Umgang mit Nachhaltigkeitskriterien wird pragmatischer und realistischer. Als Aktiengesellschaft müssen wir bei SOKA-BAU nun CSRD-Berichte im Rahmen des Jahresabschlusses erstellen, eine klare Strategie entwickeln und veröffentlichen. Unser Ziel ist es, bis 2045 klimaneutral zu sein und bis 2030 zu 60 Prozent ESG-konform zu investieren. Das bedeutet, dass wir verstärkt auf Fonds setzen, die nach Artikel 8 klassifiziert sind. Sorgen bereitet uns die aktuelle Situation in den USA, wo ESG-Vorgaben immer weniger akzeptiert werden, was zu einem Rückwärtstrend führen könnte.

**Uwe Krause:** Der Begriff „Pragmatismus“ trifft es gut. Die Offenlegungs-VO hat uns zu Beginn mit Blick auf unseren heterogenen Bestand an Immobilien vor Herausforderungen gestellt, doch mittlerweile können wir gut einordnen, was die produktbezogenen Transparenzanforderungen gemäß Artikel 8 und 9 Offenlegungs-VO für unsere nachhaltigkeitsbezogenen Anlagestrategien bezüglich der

**„Aus Sicht indi-  
rekter Invest-  
ments zeigt sich,  
dass die Qualität  
des Managers  
entscheidet.“**



„Nähe zu den Objekten, intensive Betreuung und technische Kompetenz sind entscheidend.“

Immobilien bedeutet. In einer Phase des Sortierens haben wir für uns erarbeitet, was zwecks Erfüllung der regulatorischen Anforderungen erforderlich ist. Heute steht Pragmatismus im Fokus. Wir wissen, dass die Dekarbonisierung eine langfristige Aufgabe im Asset Management ist. Wir setzen uns konkret mit unseren Objekten auseinander und haben dafür verschiedene Teams, die sich strategisch und operativ um ESG-Themen kümmern.

**Stefan Ebinger:** Mittlerweile haben wir ein klares Verständnis davon, was mit Artikel 8 und 9 gemeint ist, und wissen, was bei unseren Immobilien zu tun ist. Die Frage, wie man den Zustand einer Immobilie bewertet und welche Maßnahmen erforderlich sind, war anfangs schwierig zu beantworten. Jetzt sollte jede Immobilie durchgesehen worden sein, um den Zustand im Hinblick auf den CRREM-Pfad zu bewerten und zu wissen, welche Maßnahmen umzusetzen sind. Die Diskussion über Green Premium und Brown Discount hat sich erledigt – Brown Discount zählt. Über dieses Standardthema weiß nun jeder Bescheid. Die Frage nach wirtschaftlich sinnvollen Maßnahmen bleibt jedoch relevant, vor allem in Bezug auf Maßnahmen, die nicht sofort wirtschaftlich erscheinen, aber notwendig sind, um die Anforderungen zu erfüllen.

**Gregor Asshoff:** Wir sprechen immer noch von langen Zeiträumen von zehn bis 15 Jahren. Was wir heute tun können oder sollten, macht im Bestand oft nicht viel Sinn, da es Kosten verursacht und keinen direkten Vorteil bringt. Es könnte jedoch sinnvoll sein, wenn wir die Immobilie in zehn Jahren verkaufen wollen. Doch bleibt Europa auf diesem Pfad? Klima spielt in Wahlkämpfen keine Rolle mehr, und ob die Anforderungen in zehn Jahren noch bestehen, ist ungewiss. Politische Veränderungen könnten diesen Pfad leider gefährden.

**Uwe Krause:** Es muss sich auch wirtschaftlich rechnen. Bei manchen Immobilien lohnen sich Maßnahmen im Hinblick auf ESG-Aspekte wirtschaftlich nicht, zum Beispiel bei Büroimmobilien aus den 90er Jahren an dezentralen Standorten, wo sich nach der Sanierung unter Berücksichtigung von für Immobilien relevanten ESG-Aspekten nur 15 Euro pro Quadratmeter erzielen lassen. Auch bei Wohnimmobilien mit Mieten von fünf bis sechs Euro sind entsprechende Maßnahmen wirtschaftlich herausfordernd.

**Stefan Wundrak:** Der Standort einer Immobilie macht einen großen Unterschied. Bei einer Top-Büroimmobilie sind die ESG-Kosten prozentual minimal, aber bei alten Objekten in Kleinstädten übersteigen die Renovierungskosten oft den Wert der Immobilie. Insgesamt bleibt der Weg, auf ESG-konforme Immobilien zu setzen, weil diese technisch überlegen sind. Moderne Technologien sind effizienter und nachhaltiger als ältere, verschwenderische Methoden.

**Stefan Dölker:** Bei Immobilien in guten Lagen macht ESG wirtschaftlich Sinn, aber weniger rentable Objekte werden sich in den nächsten zehn bis 15 Jahren aus dem Markt zurückziehen. Früher wurden Logistikhallen zu Paintball-Hallen umfunktioniert, bevor sie abgerissen wurden. Eine ähnliche Entwicklung könnte bei weniger wertvollen, nicht ESG-konformen Büroobjekten eintreten.

**Uwe Krause:** ESG-Maßnahmen werden auch vom Gesetzgeber vorgegeben, aber



pragmatisches Handeln ist wichtig. Bei Wohnanlagen, die wir langfristig halten, tauschen wir zum Beispiel alte Fenster gegen wärme gedämmte aus. Solche Maßnahmen sind Teil des normalen Tagesgeschäfts. Zudem sind PV-Anlagen auf Dächern und E-Ladestationen in Tiefgaragen sinnvoll. Ein Problem entstünde, wenn Banken energetisch ineffiziente Gebäude aufgrund regulatorischer Vorgaben nicht mehr finanzieren dürften. Der Dekarbonisierungspfad bleibt jedoch klar. Und bei jeder Immobilie ein Zertifikat einzufordern, ist nur im Einzelfall sinnvoll.

#### **Welche Renditen können institutionelle Investoren derzeit mit Immobilien-Investments erzielen?**

**Stefan Wundrak:** Die meisten regulierten Investoren haben ihre Immobilienquote gut gefüllt, weshalb nur wenige an weiteren Investitionen interessiert sind. Wenn Investitionen einen klaren Nutzen bringen, nehmen wir sie gerne an, aber es besteht kein zwingender Bedarf, mehr Immobilien zu haben. Dieser Umstand verlangsamt den Markt etwas, da die Netto-Extrainvestitionen gering sind und die Renditeanforderungen hoch bleiben. In den vergangenen zwei Jahren war das besonders der Fall, aber vielleicht normalisiert sich das jetzt.

**Stefan Ebinger:** Die Anforderungen hängen stark vom Investorentyp ab. Als Core- und Core-Plus-Investoren haben wir niedrigere Renditeansprüche im Vergleich zu Value-Add-Investoren. Eine Netto Rendite von mindestens 4 Prozent ist für uns entscheidend, da das Risiko und die Illiquidität gut bepreist sein müssen. Die Entscheidung hängt jedoch immer von der spezifischen Asset-Klasse und der Lage ab. Viele Investoren sind mit einem Bauchgefühl zufrieden, aber für uns muss die Rendite im Core-Bereich mindestens 4 Prozent betragen.

#### **Herr Asshoff, welche Zielrenditen strebt SOKA-BAU bei Immobilien-Investments an?**

**Gregor Asshoff:** Die erforderliche Rendite hängt stark vom Risiko und der jeweiligen Asset-Klasse ab. Für unseren eigenen Bestand, insbesondere bei Wohnimmobilien, streben wir eine jährliche Cash-Rendite von mindestens 4 Prozent an. Wenn diese nicht erreicht wird, ist das entweder ein Verkaufsgrund, oder wir müssen durch Maßnahmen wie Nachverdichtung oder Sanierungen den Cashflow erhöhen. Für risikoreichere Asset-Klassen wie Hotels streben wir eine zweistellige Rendite an, da dort die Anforderungen und das Risiko deutlich höher sind. Ein Beispiel für eine besonders attraktive Anlage sind



**GUIDO BIRKNER**  
CHEFREDAK-  
TEUR DPN



**MODERATOREN**



**GORAN CULJAK**  
REDAKTEUR DPN

Self-Storage Investments in Regionen, in denen solche Konzepte noch neuer sind. Hier können wir Renditen von über 20 Prozent erzielen. Diese Art von Immobilie ist strukturell einfacher und benötigt weniger anspruchsvolle Gebäude, wobei die Plattform hinter dem Konzept den größten Mehrwert liefert.

**Uwe Krause:** Die 4 Prozent Cash-Renditen im Core-Bereich sind nicht überraschend. Wenn zusätzlich noch Wertsteigerungs- oder Entwicklungspotentiale bestehen, kann die Rendite auf 6 bis 8 Prozent steigen. Investoren, die stark auf Ausschüttungen fokussiert sind, interessieren sich vor allem für die laufende Verzinsung. Im Hinblick auf Büroimmobilien in Deutschland ist es herausfordernd, eine gut vermietete Immobilie an einem der Topstandorte zum 20-Fachen der Jahresmiete zu erwerben, was eine Rendite von 5 Prozent brutto bedeuten würde. Eine gewisse Instandhaltung des Objekts muss einkalkuliert werden, und der Manager muss ebenfalls bezahlt werden. Daher landen wir schnell bei 4 Prozent. Bei risikoarmen Investitionen ist dies die untere Grenze. Im europäischen Ausland finden wir etwa bei modernen Büroimmobilien attraktivere Konditionen, in solchen Märkten erreichen wir bei 15- bis 16-fachem Kaufpreis eine höhere Rendite. Steuerliche Aspekte spielen dabei ebenfalls eine Rolle. Insgesamt bieten Immobilien trotz der Niedrigzinsphase durch ihre Diversifikation, Stabilität und ihren Inflationsschutz Vorteile.

**Zum Abschluss ein Resümee: Was lernt die Branche aus der Immobilienkrise?**

**Stefan Wundrak:** Wir erleben aus Makrosicht eine Rückbesinnung auf die Grundlagen. Standortqualität, Vermietungskonzepte und die Substanz der Immobilie rücken wieder in den Fokus. Financial Engineering tritt in den Hintergrund. Diese Entwicklung ist gesund, auch deshalb, weil sie Investoren ausschließt, die nur mit Excel-Kalkulationen arbeiten, aber kein echtes Verständnis für das Investment mitbringen. Das bedeutet mehr Aufwand, aber auch mehr Qualität.

**Uwe Krause:** Wir blicken optimistisch auf 2025. Immobilien bleiben trotz geopolitischer Unsicherheiten eine stabile Asset-Klasse. Unser Fokus liegt auf Wachstum durch Diversifikation – regional und sektoral – sowie durch Wertschaffung im Bestand. Erfolgreiches Asset Management ist dabei harte Arbeit. Nähe zu den Objekten, intensive Betreuung und technische Kompetenz sind entscheidend, um die gute Vermietung unserer Gewerbe- und Wohnobjekte auch langfristig zu sichern.

**Stefan Dölker:** Aus Sicht indirekter Investments zeigt sich, dass die Qualität des Managers entscheidet. Wer ohne solides Risikomanagement in überoptimistische Projekte investiert hat, hat in der Vergangenheit schmerzhaft Erfahrungen gemacht. Auch heute gibt es attraktive Opportunitäten – aber nur, wenn man Immobilien, Märkte und mögliche Risiken wirklich versteht und entsprechend fundiert handelt.

**Stefan Ebinger:** Gutes Asset Management ist kein Trend, sondern war immer schon entscheidend. Wer das jetzt erst erkennt, hat in der Vergangenheit etwas versäumt. Wichtig ist ein verlässlicher, aktiver Partner vor Ort, der Verantwortung übernimmt, gerade in Krisenzeiten. Die Manager- und Partnerselektion ist für mich der Schlüssel. Dies sollte sorgfältig erfolgen, denn ohne ihn funktioniert auch die beste Strategie nicht. Da reicht es nicht, das Risikomanagement an eine KVG auszulagern.

**Gregor Asshoff:** Bevor man in Immobilien investiert, muss man sich über das eigene Risikobudget und die interne Expertise im Klaren sein. Ohne eigenes Wissen ist man blind unterwegs – das gilt auch bei der Auswahl von Managern. Wer investiert, sollte Märkte und Objekte kennen, idealerweise durch eigene Due Diligence vor Ort. Diversifikation – auch international – ist dabei ebenso unerlässlich wie aktives Risikomanagement. Wer das nicht leisten kann, sollte lieber bei Anleihen bleiben. ●

# Summary



## KEY FACTS

- Der deutsche Immobilienmarkt zeigt Anzeichen einer Erholung nach den Preisrückgängen der Vorjahre.
- 2025 wird stark von der Digitalisierung durch Smart Homes und dem Fokus auf nachhaltige Energie geprägt sein.
- Experten prognostizieren für 2025 eine moderate Preissteigerung von 1 bis 4 Prozent, insbesondere bei energieeffizienten Immobilien in städtischen Gebieten.
- Immobilien mit hoher Energieeffizienz sind besonders gefragt und erzielen höhere Preise.

In der Expertenrunde hob **Stefan Iwundrak** hervor, dass die Zeit der Nullzinsen vorüber ist und Immobilien wieder ihrer klassischen Rolle als Diversifikationsinstrument in Portfolios dienen. Für Europa bleibt er dennoch optimistisch, da die Zinsen hier weiterhin relativ niedrig sind. **Gregor Asshoff** fällt auf, dass trotz steigender Transaktionen im globalen Immobilienmarkt Deutschland aufgrund von Homeoffice und des demografischen Wandels in einigen Bereichen hinterhinkt. Besonders bei Büroimmobilien sehe man große Herausforderungen, da die Nachfrage nach älteren Objekten zurückgeht und der Markt sich zunehmend von Büroflächen in Randlagen entfernt.

**Stefan Dölker** betonte die aktuelle Krise im Büroimmobilienmarkt in Deutschland, wo das Transaktionsvolumen 2023 um 70 Prozent zurückging. Der Markt für Büroimmobilien in schlechteren Lagen bleibt schwach, während zentrale Standorte weiterhin gefragt sind. **Uwe Krause** sprach über die Zwei-Klassen-Gesellschaft im Bürobereich, bei der Core-Immobilien

in Toplagen weiterhin stabil bleiben, während weniger attraktive Objekte stark an Wert verlieren. Auch die Herausforderung für Investoren, die aktuell hohe Renditeanforderungen haben, wurde diskutiert. Für **Stefan Ebinger** ist der Ausblick auf Immobilieninvestitionen insgesamt positiv. Besonders in Büro- und Einzelhandelsimmobilien sieht er Potential, während Logistik und Wohnen aktuell eine geringere Rolle spielen. Er hob hervor, dass sich der Markt beruhigt habe und gute Objekte in Toplagen nun wieder zu attraktiven Preisen verfügbar seien.

Die ESG-Kriterien und Dekarbonisierung von Immobilien wurden von mehreren Teilnehmern als langfristige Aufgaben betont. Nachhaltigkeitsmaßnahmen würden nun pragmatischer gehandhabt, um die Klimaneutralität bis 2045 zu erreichen. Zusammenfassend zeigt sich, dass der Immobilienmarkt derzeit eine schwierige Phase durchläuft. Es gibt jedoch Chancen, besonders für Investoren mit langfristigen Perspektiven und starker Marktkenntnis. ●