



## VERBAND DEUTSCHER PFANDBRIEFBANKEN

Interessenvertretung  
der Pfandbriefemittenten

Aareal Bank ... apoBank ... BayernLB ... Berlin Hyp ... Bremer Landesbank ... Commerzbank ... COREALCREDIT BANK ... DekaBank Deutsche Hypo ... Deutsche Kreditbank ... Deutsche Pfandbriefbank ... Deutsche Postbank ... Deutsche Schiffsbank Dexia Kommunalbank ... DG HYP ... Düsseldorfer Hypothekenbank ... DVB Bank ... Eurohypo ... Hamburger Sparkasse Helaba Landesbank Hessen-Thüringen ... HSH Nordbank ... IKB Deutsche Industriebank ... Kreissparkasse Köln LBBW ... Münchener Hyp ... NORD/LB ... PB Firmenkunden ... SEB ... Sparkasse KölnBonn ... UniCredit Bank VALOVIS BANK ... WarburgHyp ... WestImmo ... WestLB ... WL BANK ... Wüstenrot Bank

## Ein Blick zurück – und nach vorn

Die internationalen Immobilienmärkte stabilisieren sich wieder. Marktakteure berichten flächendeckend von einer Erholung. In vielen Märkten werden Leerstände abgebaut, das Investoreninteresse kehrt zurück und die Ankaufsrenditen sinken wieder. Der positive Ausblick sollte jedoch nicht einige Lektionen der letzten Jahre vergessen lassen, raten Piet Kok und Britta Roden vom Immobilienresearch der WestImmo.

Immobilien-Marktteilnehmer mussten in den letzten Jahren und Monaten auf teils schmerzliche Weise feststellen, welche Immobilien-Investitionen sich nachhaltig rentierten – und welche nicht. Leider werden die in Krisenzeiten gelernten Lektionen schnell wieder „vergessen“, sobald Märkte sich erholen und Marktteilnehmer wieder die „großen Deals“ wittern. Dann hat es manchmal den Anschein, als sei die finanzierende Bank der einzige Beteiligte, der sich auch mit den Risiken einer Investition ausführlich auseinandersetzt. Dazu ist sie von Gesetzes wegen verpflichtet: Banken müssen beim Abschluss einer Finanzierung und später regelmäßig genau überprüfen, was sie finanzieren.

Auch Immobilienmärkte sind zyklisch. Nach einer langen Phase der Preis- und Mietanstiege bis etwa 2007 erlebten viele internationale Immobilienmärkte seitdem starke Mietrückgänge, steigende

Leerstände und Renditeanstiege im Spitzensegment. Auch wenn der deutsche Markt davon weitgehend verschont blieb, hat das Mieter und Investoren verunsichert und die Märkte ins Stocken gebracht. Diese Phase scheint ihr Ende gefunden zu haben. Deshalb ist es jetzt wichtig, die Lektionen der Krise nicht zu vergessen. Gerade in konjunkturell guten Zeiten gilt es, konservativ zu handeln und alle Risiken sorgfältig abzuwägen.

### **Rendite alleine ist zu wenig**

Rendite allein ist dabei nicht das Maß der Dinge. Mehr Rendite geht in aller Regel einher mit mehr Risiko. Dies gilt es stets im Auge zu behalten. Manche Investoren versuchen, das Risiko über die Berechnung einer „risiko-adjustierten Rendite“ zu quantifizieren. Häufig entpuppen sich diese Betrachtungen jedoch als sehr subjektiv. Ob das Risiko eines Marktes

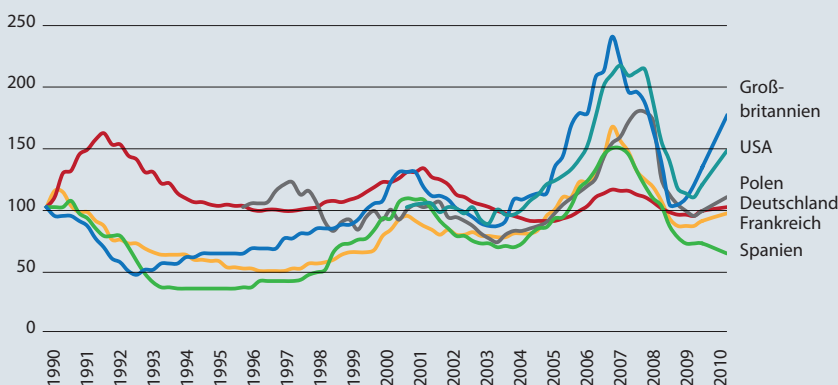
wirklich in der gezahlten Rendite reflektiert wird, kann letztlich nur rückblickend analysiert, nicht vorausschauend festgelegt werden.

### **Lokale Immobilienexpertise**

Immobilien-Investitionen sind immer abhängig von lokalen Gegebenheiten. Wer in für ihn neuen Märkten erfolgreich sein will, braucht lokale Immobilienexpertise. Investoren müssen sich darüber im Klaren sein, dass Märkte in anderen Ländern anders funktionieren. Viele Wohnimmobilien-Portfolios in den neuen Bundesländern wurden von ausländischen Investoren gekauft. Ihr Geschäftsmodell war die Mieterprivatisierung. Dies mag in anderen Ländern funktionieren, jedoch erlaubt es in Deutschland der Gesetzgeber nicht ohne weiteres, Miet- in Eigentumswohnungen umzuwandeln. Selbst inner-europäische Unterschiede können groß sein. So berech-

## Wertveränderung für Spitzen-Büroimmobilien

Kapitalwertveränderung in %  
1990 = 100



Quelle: Jones Lang LaSalle, WestImmo, Juli 2010

nen britische Investoren jeweils die erwartete Gesamtrendite, um Investitionsentscheidungen zu treffen. Deutsche Investoren schätzen dagegen die Wertbeständigkeit einer Immobilie mehr als potenzielle Wertzuwächse. So ermöglichen die Unterschiede der internationalen Immobilienmärkte Investoren eine Diversifizierung auch in strategischer Hinsicht. Marktteilnehmer, die sich dieser Unterschiede bewusst sind, können davon profitieren.

## Die Welt ist kein Excel-Sheet

Investoren legen ihren Kaufentscheidungen häufig Cash-Flow Modelle, Simulationen und Marktprognosen zugrunde. Diese Kalkulationen können eine wichtige Hilfe für die Kaufentscheidung sein, vermitteln oftmals jedoch eine scheinbare Sicherheit. Tatsächlich sagen sie wenig über die zukünftige Performance oder Wertbeständigkeit einer Immobilie. So weiß niemand, wie sich Inflation oder Mieten genau entwickeln werden. Komplizierte Rechenmodelle verführen jedoch zu der Annahme, bis auf die dritte Kommastelle genau zu wissen, welche Gesamtrendite die Immobilie beim Verkauf in fünf Jahren erzielen wird. Auch wird oftmals die breite Streuung der Ergebnisse bei der großen Anzahl der Einzelparameter und Annahmen von Investoren nicht hinreichend beachtet. Selbst komplizierte und scheinbar ausgefeilte Kalkulationsmodelle haben manch große Fehlinvestitionen der letzten Jahre nicht verhindert und werden dies auch künftig nicht leisten können.

## Prime-Immobilien

Wer Prime-Immobilien, also hervorragende Objekte in bester Lage mit langfristigen Mietverträgen und guter Mieterbonität, besitzt, kann sich glücklich schätzen. Für Rückschlüsse auf die Abbildung des Gesamtmarktes eignet sich die Betrachtung allein des Prime-Segmentes jedoch nicht. Dies ist wichtig zu wissen, da oft nur Marktdaten für dieses Spitzensegment verfügbar sind. Das relativ kleine Prime-Segment ist aber nicht repräsentativ. So weist es eine gegenüber dem Gesamtmarkt viel stärkere Volatilität bei Mieten, Renditen und Marktwerten auf. Gute und schlechte Nachrichten sollten deshalb immer im Zusammenhang mit der Objektdefinition, auf die sich die Meldung bezieht, gesehen werden.

## Banken müssen prüfen

Immobilienfinanzierer sind gesetzlich verpflichtet, die Werthaltigkeit einer Immobilieninvestition nicht nur bei der Darlehensvergabe zu überprüfen: Zu den besonderen Vorschriften gemäß Basel II zählt die regelmäßige Wertüberprüfung von Immobilien. Für Pfandbriefbanken ergeben sich weitere besondere Anforderungen bezüglich der Vermietbarkeit und der Veräußerbarkeit der finanzierten Immobilien, die eng verknüpft sind mit deren Drittverwendungsfähigkeit.

Bei einer Finanzierung wird deshalb nicht nur der Kreditnehmer, die Immobilie und die Mieterbonität geprüft. Auch der jeweilige Immobilienmarkt muss gründlich analysiert werden. Banken greifen deshalb neben Gutachtern auch auf Researcher zurück, die sich mit den Immobilien-Marktrisiken befassen. Dafür beschäftigen Pfandbriefbanken zunehmend hausinterne Research-Teams. Das Zusammenspiel von Bewertung und Research ist bei der Immobilienfinanzierung besonders wichtig. Eine Bewertung kann objektspezifische Risiken aufdecken und einschätzen. Zusätzlich muss der Bewerter die Plausibilität von extern erstellten Gutachten und der Objektdokumentation prüfen. Insbesondere die Nachhaltigkeit des Objektes und seines Ertrags wird bei der Ermittlung des so genannten Beleihungswertes unter die Lupe genommen. Ein Beleihungswert ist eine Voraussetzung dafür, dass ein Immobiliendarlehen in die Deckungsmasse eines Hypothekendarlehens aufgenommen werden kann.

## Bewerter und Researcher

Der Immobilienmarkt-Researcher einer Bank muss objektiv und kritisch alle Chancen und Risiken eines Marktes aufdecken. Entscheidend ist dabei die Entwicklung des Gesamtmarktes. Da Immobilienfinanzierungen in aller Regel langfristig sind, kommt es darauf an, welches langfristige Marktrisiko oder -potential besteht. Dabei werden auch gesamtwirtschaftliche Risiken und Chancen analysiert, etwa die Zukunftsfähigkeit von Immobilien im wirtschaftlichen Kontext eines Marktes. Auch die Kontrolle über die Qualität der zu finanzierenden Objekte wird wichtiger. Weil es dabei um sensible Bankdaten und Strategien geht, lassen sich diese häufig nicht mehr auslagern.

Ausländische Investoren staunen oft darüber, dass für eine deutsche Pfandbriefbank das Vorliegen eines unabhängigen Gutachtens über das Investitionsobjekt Voraussetzung einer Darlehensvergabe ist. Dieses genaue und objektive Hinsehen ist jedoch ihr Wettbewerbsvorteil. Nur so lassen sich Risikopotenziale aufdecken und Fehlinvestitionen vermeiden. Außerdem wird der Kredit risikoadäquat und fair eingepreist. All das ist letztlich auch im Interesse des Kunden.

vdp

VERBAND DEUTSCHER  
PFANDBRIEFBANKEN