

**Zusammenfassung** der Abschlussarbeit zur Erlangung des Grades  
Diplomierter Wohnungs- und Immobilienwirt (EBZ)

Real Estate Investment Opportunities – Renaissance von Residential  
Investments in Zeiten der Finanz- und Wirtschaftskrise

Eine frühzeitige Erkennung des Trends zur deutschen Wohnimmobilie als Portfolio  
stabilisierende Asset-Klasse

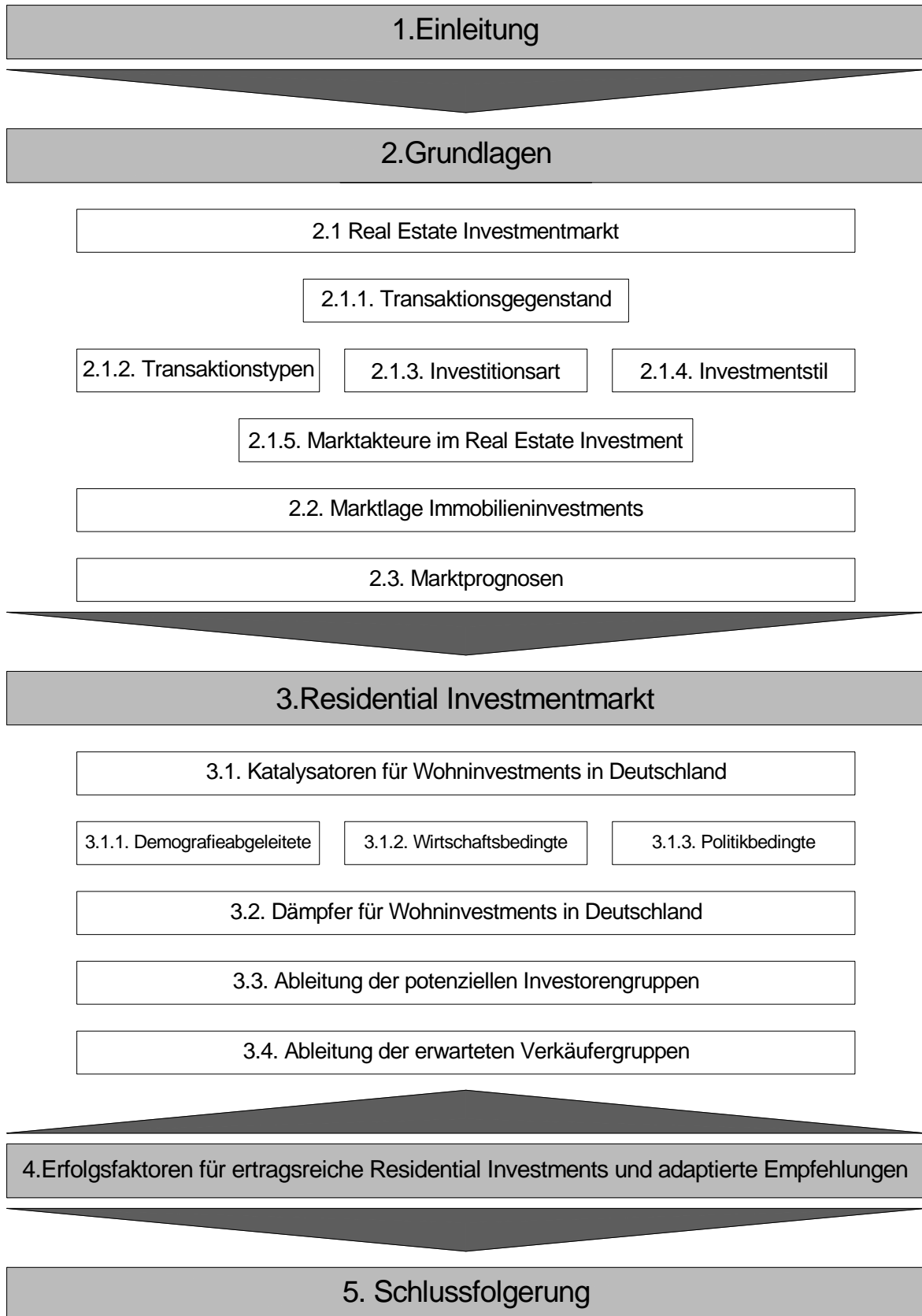
eingereicht

von

Bartosz Adam Gorynski  
Immobilien-Ökonom (GdW)

Essen, den 20.09.2009

## Aufbau der Ausarbeitung



*Das chinesische Schriftzeichen 危机 steht für „Krise“ und besteht aus den Einzelschriftzeichen 危 „Gefahr“ und 机 „Chance“*

Die Welt befindet sich in einer Finanz- und Wirtschaftskrise. Ihr Ausgangspunkt ist die im Frühjahr 2007 entstandene Subprimekrise, welche im deutschsprachigen Raum auch als US-Immobilienkrise bezeichnet wird. Die Kreditvergabe an bonitätsschwache Eigenheim Käufer und die anschließende Refinanzierung dieser schwachen Hypotheken über das Instrument der Verbriefung waren hier ausschlaggebend. Feste Finanzierungsvereinbarungen während der Niedrigzinsphase, die mit einem Festzins zu günstigen Konditionen starteten und nach einer Frist zu einem variablen, zeitlich ungünstigen Zins wechselten, wurden bei der Kreditvergabe fehlerhaft eingeschätzt, was zu einem flächendeckenden Bedienungsausfall dieser Kreditart führte.

Durch die Rezession der Immobilienpreise und dem analogen Einbruch der Bedienung von Kreditraten der bonitätsschwachen Kreditnehmer, entwickelten sich die Kredite zu so genannten Non Performing Loans (NPL). Neben dem Zinsanstieg, kam für die Subprime-Darlehensnehmer noch erschwerend hinzu, dass die vereinbarten (meist subventionierten) anfänglichen zweijährigen Zinsbindungen, in einem Zeitraum endeten, wo die Belastung oft um mehr als 300 Basispunkte stieg.

Da eine Vielzahl von Verbriefungsprodukten eine Beimischung dieser NPLs beinhaltete und ein Rückschluss der Produkte auf dieses Segment teilweise nicht möglich war, sank die Risikobereitschaft der Investoren in die Anlage der von den Banken entwickelten Refinanzierungsprodukte zu investieren. Sie vertrauten diesen nicht mehr, da Sie durch diese große Verluste erlitten haben. Dies führte zu einem Zusammenbruch des Marktes dieser Geldmarktpapiere (ABCP und ABS). Da diese Geldmarktpapiere von den Banken finanziert und herausgegeben wurden und die Investoren nicht mehr bereit waren Käufe dieser zu tätigen, führte dies weitergehend zu einem Liquiditätsengpass im Bankensektor. Die Geldmarktzinsen stiegen und es entstanden Geldmarktliquiditätsengpässe. Die Refinanzierungsproblematik der NPL und der Abbruch von Liquiditätslinien zwischen den Banken führten neben der Finanzkrise zu einer Vertrauenskrise, welche es zu überwinden gilt. Der Vertrauensverlust der Banken untereinander und der Vertrauensverlust aufseiten der Investoren zu den Banken, ist hier das Hauptproblem.

Die Auswirkungen dieser Entwicklung führten zu höheren Preisen für Risiken, was sich in der Erhöhung der Margen und Zinsen finanzierender Banken widerspiegelt.

Die eingeschränkte Kreditvergabepolitik der Banken und die teureren Prolongationen vorhandener Kredite sind auch auf dem deutschen Immobilieninvestmentmarkt deutlich spürbar. So lag zum Beispiel das Investmentvolumen für Gewerbeimmobilien zwischen Januar und März dieses Jahres (2009) in Deutschland 80 Prozent unter dem Vorjahreswert. Dies ist ein herber Rückschlag, besonders nach den blühenden Immobilieninvestitionsjahren 2006 und 2007. Doch wie es uns die Chinesen mit ihren traditionsreichen Schriftzeichen symbolisieren, bedeutet jede Krise nicht nur Gefahr, sondern eröffnet auch Chancen. So stellen sich viele Beteiligte die Frage, welche Chancen die aktuelle Finanz- und Wirtschaftskrise auf dem Immobilieninvestitionsmarkt eröffnet.

Hier erfährt besonders die Wohnimmobilie immer mehr Aufmerksamkeit, den „Wohnen“ ist nicht nur ein Grundbedürfnis, sondern bietet auch solide und stetige Cashflows mit vergleichbar geringem Aufwand und niedrigen Volatilitäten.

Das Interesse nach der Wohnimmobilie als Anlagemöglichkeit wächst deutlich, Immobilieninvestoren und Experten äußern sich zuversichtlich und man beobachtet bereits von Quartal zu Quartal steigende Zahlen an durchgeführten Wohninvestmentdeals. Die Behauptung „Residential Investments erfahren eine Renaissance“ ist geboren. Diese Aussage wird in der Ausarbeitung analysiert und begründet.

Aus Gründen der Aktualität herrscht außerhalb der Grundlageneläuterung ein Überschuss an Informationen aus Expertenmeinungen. Hier wurde besonders darauf geachtet, die vorliegenden Angaben aus ihrer ökonomischen und wissenschaftlichen Sicht zu hinterfragen und im Rahmen des Möglichen auf ihre Richtigkeit zu prüfen. Die geführten Interviews mit hochrangigen Branchenprofessionals runden die Ausarbeitung entsprechend ab.

Durch die aktuelle Lage am Immobilieninvestmentmarkt und den speziellen Rahmenbedingungen des Residential Investmentmarkt, kann man eine Vielzahl von Faktoren benennen, die den Erfolg eines ertragsreichen Wohninvestments beeinflussen. Folgend werden die aus der Ausarbeitung hervorgehenden Erfolgsfaktoren für Residential Investments bündig komprimiert.

#### Location, location, location

Die alte Weisheit gewinnt besonders bei Wohninvestments an Bedeutung. Der Hauptgrund dafür ist, dass aus Gründen der demografischen Entwicklung und des

Wandels der Bedarfseigenschaften, die Lage, zu einem der bedeutendsten Kriterien geworden ist. Der Endkunde (Mieter oder Eigennutzer) muss sich mit der Mikrolage identifizieren können, so dass eine erfolgreiche Vermietung oder Wiederveräußerung realisiert werden kann. Eine regionale Expertise gewinnt an Signifikanz.

Neben der kundengeforderten Mikrolage (z.B. Nachbarschaft, Image) determiniert auch die investmentbezogene Mikrolage (z.B. unsichere Bebauungspläne, möglich Straßenerweiterungen und Grenzbauten) den Erfolg eines Wohninvestments. In Zeiten der Finanz- und Wirtschaftskrise muss auch die Verwurzelung der Nachfrage, mit der wirtschaftlichen Stabilität der standortansässigen Großunternehmen geprüft werden. In Standorten wie Leverkusen (Bayer AG) oder Wolfsburg (Volkswagen AG) kann eine wirtschaftliche Schieflage der ansässigen Großunternehmung und einer daraus hervorgehenden Entlassungswelle, die Nachfrage und im Resümee die Rendite sowie den Immobilienwert erheblich senken.

Neben der Mikrolage sind auch Kriterien der Makrolage (z.B. Infrastruktur) entscheidend. Nur im Verbund der Lageanforderungen kristallisiert sich das -im Wohninvestment gebundene- Objekt als nachgefragtes Gut heraus. Ein spezialisiertes Research-Team kann den Erfordernissen einer Regionalen Expertise Sorge tragen.

### Expectation of quality<sup>1</sup>

Zu den lagespezifischen Aspekten kommt der Punkt der qualitativen Erfordernisse. Wie der Autor in der Ausarbeitung feststellt, besteht neben dem demografisch abgeleiteten Wohnungsbedarf auch ein qualitativer Zusatzbedarf. Dieser qualitative Zusatzbedarf gewinnt nach Prognosen verschiedener Institute und führender Immobilienberatungsunternehmen zukünftig an Relevanz, bis er sogar quantitativ den demografisch abgeleiteten Wohnungsbedarf übersteigt. Hier bieten primär A-Standorte, jedoch auch B-Standorte, wie Wiesbaden, Mainz, Münster, Leipzig, Dresden oder Potsdam, aufgrund positiver Bevölkerungs- und Wirtschaftsperspektiven Stabilität und Wertsteigerungspotential.

Das oft als homogen angesehene Gut „Wohnen“, beinhaltet nämlich in der Realität eine stark ausgebildete Heterogenität. So können neben der allgemeinen Bausubstanz auch einzelne Ausstattungsmerkmale (z.B. Grundriss, Ausrichtung der Balkone sowie Terrassen und die damit verbundene Belichtung, Deckenhöhe, Barrierefreiheit, bis hin zur Größe des Badezimmers und Existenz eines Gäste-WCs) über den Erfolg der

---

<sup>1</sup> qualitative Erfordernisse

angestrebten Strategie des Investors entscheiden und eine erfolgreiche Vermietung oder Wiederveräußerung beeinträchtigen.

Auch ökologische Komponenten finden in dem modernen Nachhaltigkeitsdenken des Endkunde (Mieter oder Eigennutzer) Betrachtung. Vor allem weil der ökologische Aspekt, auf langfristige Sicht, mit einem ökonomischen Benefiz (z.B. Heizkostensparnis) verknüpft ist.

In Anbetracht dessen, rücken unmodernisierte und sanierungsbedürftige Wohnimmobilien immer mehr ins Abseits. Die geplanten Ausgaben für Sanierung sind hoch, schwer einschätzbar und ermöglichen im Endeffekt oft nicht die geforderte Qualität. Die Nachfrage nach Neubauten steigt somit erheblich und bietet Chancen für verschiedene Marktakteure, die diesen Nachfrageanstieg begreifen und ihre Unternehmensstrategie anpassen (z.B. Ausbau des Segments Wohnen durch den gewerblichen Projektentwickler oder Stärkung der Residential Abteilung bei Immobilienberatern und –dienstleistern). Hierdurch kann nicht nur strategisch in ein neues Marktsegment expandiert werden, sondern auch Umsatzeinbußen abfangen und das Unternehmen in der Krise wieder gestärkt werden.

Die Nachhaltigkeit auf der Objektebene garantiert infolgedessen Dauerhaftigkeit der Portfolioebene und schlussfolgernd Zukunftsfähigkeit auf der Investmentebene.

### Due diligence is diligent again<sup>2</sup>

Sind die Lage und Qualität grundlegend geprüft, sollte ein spezialisiertes Team die Assetmanagementpotentiale aufdecken und Risikomanagementüberlegungen betreiben. Zur aussagekräftigen Einzel- und Portfoliobewertung sollten bewährte Verfahren nach deutschen und internationalen Recht durchgeführt werden. Hier ist besonders anzumerken, dass das Rendite/Risikoprofil des Investors in der Überlegung Beachtung findet. Ein aktives Assetmanagement kann ergänzend Wertsteigerungspotentiale ausschöpfen.

### Small but powerful<sup>3</sup>

Die Ausarbeitung hat dargestellt, dass die großen Portfoliotransaktionen der Vergangenheit tatsächlich vorerst der Geschichte angehören. Zwar können größere

---

<sup>2</sup> i. S. v.: Die sorgfältige Lage- und Objektprüfung ist essentiell

<sup>3</sup> i. S. v.: klein aber oho

Deals ertragreicher sein als Kleinere, jedoch beinhalten diese auch frequent größere Risiken. Oft werden Investitionen in große Portfolios, über die Investment- oder Portfolioebene bestimmt, so dass die Objektebene zu geringe Aufmerksamkeit erfährt. Diese Aussage bestätigen insbesondere viele größere Wohnungsportfoliotransaktionen der Vergangenheit, welche in Objekte mit fragwürdiger Qualität, in demografisch defizitärer Lage und zu überhöhten Preisen investiert wurden. Vielmals waren diese Käufe nur durch finanzmathematische Akrobatik gerechtfertigt. Wie der Autor in der Ausarbeitung jedoch nachgeweist, ist gerade die Objektebene hochsignifikant für ertragsreiche Residential Investments.

Durch die Wahl einer Reduktion auf kleinere Portfolios (maximal bis 100 / 150 Einheiten), kann der Investor die Objektebene angemessen analysieren und vermeidet ergänzend mögliches Klumpenrisiko.

Wegen der anhaltenden Kreditklemme sind häufig größere Portfolio-Deals nicht ideal zu finanzieren, was die Rendite und den Erfolg bedeutend schmälern kann. Die aktuelle Zurückhaltung auf dem deutschen Immobilieninvestmentmarkt rührt demnach keinesfalls aus dem Grund mangelnder Attraktivität, sondern ist durch die schwierigen Rahmenbedingungen auf den Kreditmärkten gekennzeichnet.

#### Cash is King<sup>4</sup>

Auf diesem Wege kommt der Autor zum nächsten Faktor, dem der Eigenkapitalunterlegung. Die mangelnde Finanzierungsbereitschaft der Banken und die Notwendigkeit einer erhöhten Eigenkapitalunterlegung bestimmen im laufenden Jahr den Immobilieninvestmentmarkt. Die Konzentration auf wirtschaftliche Fundamentaldaten -wie Wirtschaftlichkeit, Rentabilität und Gewinnerwartung und die Betrachtung der Objektebene- rücken intensiver in den Fokus.

Die Wohnungswirtschaft ist jedoch nicht so stark von der Kreditklemme betroffen wie das Segment Gewerbeimmobilien. Während im Bereich Gewerbeimmobilien der Kreditbestand drastisch sinkt, steigt das Kreditvolumen von deutschen Wohnungsunternehmen leicht an. Hieraus lässt sich herleiten, dass die Experten und Analysten der Bankinstitute die Wohnimmobilie als krisenresistent, inflationssicher und stabil, i.S.v. gering volatil, beurteilen. Diese Annahme deckt sich auch mit der kritischen Auseinandersetzung in der Ausarbeitung.

---

<sup>4</sup> i. S. v.: Eigenkapital als wichtiger Faktor

Da die Wohnungswirtschaft -durch langfristige und solide Finanzierungen mit starker Eigenkapitalbasis- geprägt ist, stoßen eigenkapitalstarke Investoren in der gegenwärtigen Situation auf keine nennenswerte Kaufkonkurrenz bei geringen Kaufpreisen im Wohninvestmentmarkt. Denn ohne Eigen- und Fremdkapital sind die bestehenden Kaufgelegenheiten nicht realisierbar.

Durch die niedrigen Wohnimmobilienpreise, bietet die Wohnimmobilie -neben der zuvor benannten Stabilität- auch Preissteigerungspotential und eine daraus resultierende höhere Rendite bei geringerer Volatilität. Somit spielt der Faktor „Kaufzeitpunkt“ auch eine wichtige Rolle, besonders für die Generierung überproportionaler Renditen bei Wohninvestment.

### Timing

Die aktuellen sinkenden Preise für Grundstücke und Immobilien, die niedrig werdenden Baukosten und die geringe Bautätigkeit, im Hinblick auf den quantitativen Bedarf der Zukunft -welcher unweigerlich zu einem Nachfrageüberhang führt- machen den Wohnimmobilienmarkt für potenzielle Investoren höchst interessant. Auch im internationalen Vergleich sind die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland auf einem moderaten Niveau. Der Trend einer steigenden Rendite macht den Standort Deutschland und besonders die deutsche Wohnimmobilie zu einer konkurrenzfähigen Asset-Klasse.

Jeder Investor sollte jedoch schon beim Kauf den Realitätsgehalt der Exit-Überlegung prüfen und Worst / Best Case Szenarien einfließen lassen.

Der Erfolg eines Residential Investments wird in der aktuellen Situation, weniger durch das Mietniveau und immer stärker durch den Einkaufspreis bestimmt.

### Ride the cycle<sup>5</sup>

Jeder gute Strategie weiß, dass jede Phase im Immobilienzyklus, eine passende Investmentstrategie, erforderlich macht. So bietet der heftige Abschwung auch durchaus Chancen für strategisch durchdachte Investments.

Doch beinhaltet jede Chance auch ein Risiko, welches vor allem in der richtigen Markteinschätzung liegt. Einen typischen Immobilienzyklus gibt es in der Realität nämlich nicht, da sich jeder Zyklus -in seiner Dauer und Stärke- grundlegend unterscheiden kann. Zyklusbedingte Handlungsanweisungen zeigen somit das

---

<sup>5</sup> im Sinne einer Strategieableitung



Gesamtkonstrukt, dürfen jedoch nicht ohne fundiertes Immobilienmarkt-Know-how und modifiziertes Research, der Investmententscheidung dienen.

Die Ausarbeitung stellt dar, dass insbesondere die deutsche Wohnimmobilie durch ihre geringe Volatilität und den besonderen Rahmenbedingungen der Wohnimmobilienmarktes nicht den typischen Zyklus durchläuft. Wegen mehreren Determinanten besteht für den Investor keine Annahme eines Wertverlustes vor einem erwarteten zyklischen Abschwung der Wirtschaft. Die Krisenresistenz der Wohnimmobilie und die damit einhergehende Inflationssicherheit, kann sogar in Krisensituationen zu einem Nachfrageanstieg führen, so dass ausgewählte Wohninvestments in jeder Phase positive Entwicklung zeigen können und der Portfoliostabilisierung dienen.

Auf die Weise wie führende Finanzberater wegen der anhaltende Finanz- und Wirtschaftskrise und den daraus geschöpften Erfahrungen, einer Sachwertbasis im Investorenportfolio zukünftig größere Bedeutung prognostizieren, so kann die Wohnimmobilie an Stellenwert im Immobilieninvestmentmarkt gewinnen.

#### Cherry-picking<sup>6</sup>

Erkennt ein potenzieller Investor die in der Ausarbeitung benannten Rahmenbedingungen der Wohnungswirtschaft und beherzigt dieser die einzelnen Faktoren aller Ebenen –Investitions-, Portfolio- und Objektebene– ist eine erfolgreiche Investition in Residential Investments erreichbar.

Den Abschluss stellt die Suche, nach der auf das Rendite/Risikoprofil des Investors abgestimmten Investition, dar. So kann, je nach Profil, die optimale Investition in urbane oder suburbane Standorte, mit den für den Investor als optimal erkannten Merkmalen erfolgen. Die sich entwickelnde Wertschätzung zu der deutschen Wohnimmobilie beruht auf der Einsicht, dass die Renditeabsichten und das Risikoprofil gleichermaßen berücksichtigt werden müssen.

Resümierend wird dem deutschen Immobilienmarkt im Allgemeinen und der deutschen Wohnimmobilien im Speziellen eine besondere Investmentchance in Zeiten der Finanz- und Wirtschaftskrise prognostiziert. Historische Ereignisse und demografische, wirtschaftliche und politische Rahmenbedingungen, haben dazu geführt, dass die Finanz- und Wirtschaftskrise in Deutschland zwar zu einem spürbaren

---

<sup>6</sup> i. S. v.: Der Such nach dem passgenauen Investment

Konjunkturabschwung geführt hat, jedoch keine Immobilienkrise verursachte. In deutschen Wohnimmobilienmarkt kam es nicht zu einer Blasenbildung, wie es in anderen Ländern der Fall war und so sind größere Preisschwankungen nicht zu erwarten.

Betrachtet man die Katalysatoren für deutsche Wohninvestitionen, so kann der Wohnimmobilie aus vielen Gründen ein klarer Bedeutungszuwachs im deutschen Immobilieninvestmentmarkt zugesprochen werden. Auch in Hinblick auf die investimenthemmenden Faktoren geht die Wohnimmobilie, im Vergleich der Nutzerklassen untereinander, als Gewinner hervor.

Die negativen Erfahrungen auf den Finanzmärkten haben agierende Investoren für das Wohninvestment sensibilisiert. Die Inflationserwartung beschleunigt den stattfindenden Prozess. Die Wohnimmobilie bietet als Asset-Klasse neben ihrer Krisenresistenz und Inflationssicherheit auch Renditeerwartungen, wodurch Sie im gesamten Zyklus des Immobilieninvestmentmarktes ein gefragtes Gut darstellt. Die geringe Volatilität der Wohnimmobilie in der Vergangenheit, der zukünftig erwartete und nicht gedeckte Gesamtneubaubedarf an Wohnungen, sowie die momentan günstige Kaufgelegenheit im Hinblick auf die bestehende Unterbewertung, lassen das Wohninvestment zu einem der erfolgsversprechenden und sichersten Investitionsvehikel in Zeiten der Krise werden. Besonders Investoren mit einem geringem Rendite/Risikoprofil und einer starken Eigenkapitalbasis sind die potenzielle Investorengruppe der Zukunft. Diese -auf Fundamentaldaten ausgerichteten Investoren- wurden in der Vergangenheit durch opportunistische Investoren vom Wohninvestmentmarkt verdrängt.

Neben den potenziellen Investoren haben sich auch die Akteure auf Seiten der Verkäufer geändert. Die erwarteten Verkäufer der Zukunft sind vor allem durch die Krise gebeutelte Unternehmen und Altinvestoren. Sie nutzen die Immobilien-Monetarisierung zur Liquiditätsbeschaffung.

Werden die in der Ausarbeitung ermittelten Erfolgsfaktoren von potenziellen Investoren berücksichtigt, bietet die Wohnimmobilie als Asset-Klasse ein Portfoliostabilisierendes Engagement mit -für Wohninvestments überdurchschnittlicher- Renditeoption. Durch diese Renditeoption werden neben den sicherheitsorientierten Investoren auch renditeorientierte Investoren, die über eine eigenkapitalstarke Basis verfügen, auf die Wohnimmobilie aufmerksam.

Um den Immobilieninvestmentmarkt schon in Krisenzeiten wieder zu beleben, müssen die Akteure ein „high level of transparency“<sup>7</sup> pflegen. Zu den Transparenzeigenschaften, sollten eine angemessene Kommunikation mit zeitnahen Informationen und eine Offenlegung der Einzelverkehrswerte auf Quartalsbasis erfolgen. Nur adäquate Transparenz und Kommunikation schaffen, das in Krisenzeiten benötigte Vertrauen.

Die Ausarbeitung stellt ebenfalls dar, welchen Stellenwert die Immobilienwirtschaft für die deutsche Volkswirtschaft repräsentiert. Gerade aus diesem Grund sollte die Regierung Interventionen initiieren, die den Immobilienmarkt und somit auch den Immobilieninvestmentmarkt stabilisieren. Wünschenswert für den Residential Investmentmarkt wäre z.B. eine stärkere Förderung wohnimmobilienspezifischen Krediten, die Stärkung der Eigentümerrechte im Mietrecht und attraktive Gestaltung des REIT-Gesetzes, durch die Aufnahme von Bestandswohnungen in das Investmentspektrum.

Beachtet man besonders die verschiedenen Studien zu den -in der Ausarbeitung genannten- Katalysatoren für Wohninvestments, lässt sich mit wissenschaftlichen Ansätzen der Trend des steigenden Wohnimmobilieninvestmentmarkts frühzeitig erkennen. Diese Erkenntnis kann neben den potenziellen Investoren auch allen weiteren Akteuren in der Immobilienwirtschaft dienen, um die Unternehmensstrategie nach diesem Trend auszurichten.

Besonders die Finanz- und Wirtschaftskrise hat ein Umdenken potenzieller Investoren verursacht und Katalysatoren hervorgerufen, welche der Wohnimmobilie als Asset-Klasse zur Renaissance verhelfen werden. Deshalb schließt der Autor die Ausarbeitung mit demselben Satz, mit welchem er diese auch eingeleitet.

*Das chinesische Schriftzeichen 危机 steht für „Krise“ und besteht aus den Einzelschriftzeichen 危 „Gefahr“ und 机 „Chance“*

---

<sup>7</sup> hohe Transparenz