

Analyse Portfoliomarkt: Aktuelle Trends und Akteure

Dezember 2014

Der aktuelle Boom am deutschen Investmentmarkt ist nicht zuletzt ein Resultat der stark gestiegenen Aktivität am Portfoliomarkt. Während der Höhepunkt am Wohnportfoliomarkt bereits überschritten scheint, nahm die Dynamik im Gewerbesegment zuletzt deutlich zu. Private-Equity-Fonds zählten hierbei zu den prägenden Akteuren.

Derzeit hohe Dynamik am Portfoliomarkt ...

Portfolios spielten in der Berichterstattung zum deutschen Immobilieninvestmentmarkt jüngst eine besonders prominente Rolle. Der Grund: Der Handel mit Wohn- und Gewerbeimmobilienpaketen entwickelte sich zuletzt spürbar dynamischer als jener mit Einzelobjekten. Abbildung 1 illustriert dies anhand des Transaktionsvolumens (jeweils rollierend über zwölf Monate): Zwischen 2009 und 2013 wurde stets mehr in Einzelimmobilien als in Portfolios investiert, bevor zu Beginn des laufenden Jahres die Portfolios die Single Assets „überholten“.

Ende September betrug das 12-Monats-Volumen bei Portfolios ca. 27,2 Mrd. Euro, in Einzelobjekte wurden etwa 26,7 Mrd. Euro investiert. Der Anteil der Portfolios am Gesamtinvestitionsvolumen stieg seit 2009 von 29 % auf zuletzt 50 %.

... insbesondere bei Büroportfolios

Bricht man die Entwicklung des Transaktionsvolumens auf die einzelnen Nutzungsarten herunter, so zeigt sich, dass Wohnungsportfolios in den vergangenen Jahren ganz maßgeblich zu der hohen Investitionsdynamik beigetragen haben. Hier stieg das

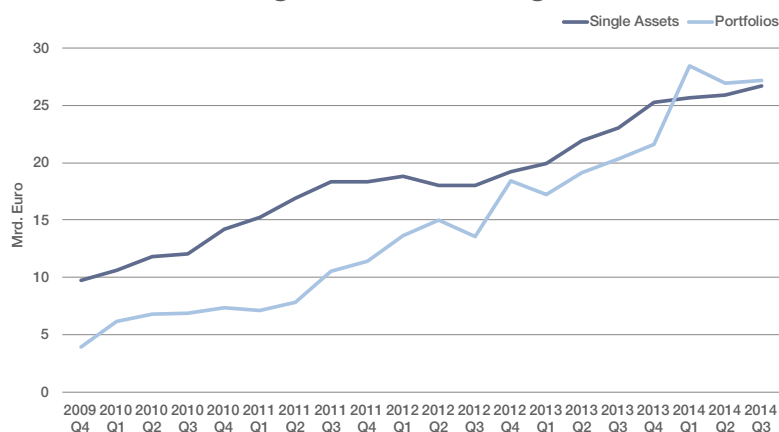
Ergebnisse in Kürze

Volumina, Akteure, Preise

- In der Zwölf-Monats-Periode von Oktober 2013 bis September 2014 wurden ca. 27,2 Mrd. Euro in deutsche Immobilienportfolios (Wohnen und Gewerbe) investiert und damit mehr als in Einzelobjekte.
- Am Wohnungsportfoliomarkt dürfte das Transaktionsvolumen sein zyklisches Hoch (ca. 18 Mrd. Euro) bereits überschritten haben, der Handel mit Gewerbeimmobilienpaketen nahm dagegen zuletzt deutlich zu. Vor allem Portfolios aus Büro-, Hotel- und Logistikimmobilien wechselten vermehrt den Eigentümer.
- Immobilien-AGs / REITs und Private-Equity-Fonds zählten in den vergangenen Jahren zu den prägenden Akteuren am Portfoliomarkt. Auf Letztere entfielen etwa 13 % des seit 2009 in deutsche Immobilienportfolios investierten Geldes. Zum Vergleich: Bei Einzelimmobilien kommen sie lediglich auf einen Anteil von ca. 3 %.
- Weil opportunistisch orientierte Investoren wie die Private-Equity-Fonds am Portfoliomarkt wesentlich präsenter sind als am Markt für Einzelimmobilien, werden dort auch mehr Non-Core-Objekte gehandelt. Ausdruck dessen ist unter anderem ein deutlich niedrigerer durchschnittlicher Quadratmeterpreis. So wurden für Gewerbeportfolios in den vergangenen Jahren knapp 1.700 EUR/m² gezahlt, für Einzelimmobilien fast 2.100 EUR/m².

ABB. 1

Entwicklung des Transaktionsvolumens* von Portfolios und Single Assets im Vergleich



Quelle: Savills / * rollierend über zwölf Monate

Transaktionsvolumen von etwas mehr als 3 Mrd. Euro Ende 2009 auf zwischenzeitlich fast 18 Mrd. Euro an (siehe Abb. 2). Allerdings dürfte damit der zyklische Höhepunkt erreicht worden sein, denn seitdem ist das Transaktionsvolumen bereits deutlich zurückgegangen und wird mangels Angebot voraussichtlich weiter zurückgehen. Anders stellt sich die Entwicklung im Gewerbeimmobilienbereich dar: Während sich das Transaktionsvolumen bei Handelsimmobilienportfolios seit 2010 stabil zwischen etwa zwei und vier Milliarden Euro bewegte, stiegen die Volumina sowohl im Bürosegment als auch im Bereich sonstiger Gewerbeimmobilien (hierzu zählen vor allem Hotels sowie Logistikimmobilien) über den gesamten Zeitraum im Trend an. In den beiden letztgenannten Segmenten nahm die Dynamik im laufenden Jahr sogar nochmals deutlich zu. Hier hat sich das Transaktionsvolumen seit Ende 2013 jeweils mehr als verdoppelt, und zwar auf ca. 5,1 Mrd. Euro bei Büroportfolios bzw. ca. 4,3 Mrd. Euro bei sonstigen Gewerbeimmobilienpaketen.

Akteure am Portfolioinvestmentmarkt

Insgesamt haben mehr als 350 Investoren seit 2009 mindestens ein Immobilienportfolio in Deutschland erworben, wobei etwa die Hälfte dieser Investoren mehrere Pakete erwarb. Die jeweils fünf aktivsten Käufer von Wohn- und Gewerbeimmobilienportfolios in diesem Zeitraum sind in Tabelle 1 dargestellt. Auf sie entfallen 29 % (Wohnen) bzw. 18 % des gesamten Portfoliotransaktionsvolumens in diesem Zeitraum. Eine genauere Betrachtung der Käuferstruktur im Portfoliosegment lässt einige Besonderheiten erkennen, etwa im Vergleich zur Käuferstruktur am Markt für Einzelimmobilien. Ein Aspekt hierbei ist der überdurchschnittlich hohe Anteil ausländischer Investoren. Im Zeitraum 2009 bis Q3-2014 entfielen 44 % des Portfoliotransaktionsvolumens auf Ausländer, bei Single Assets waren es im selben Zeitraum lediglich 31 % (siehe Abb. 3). Dass der Anteil in den Jahren 2010 bis 2013 rückläufig war, ist vor allem dem starken Engagement einheimischer Investoren im Wohnungsportfoliosegment geschuldet, wo sie in den letzten Jahren für jeweils etwa 60 % bis 80 % des gesamten Transaktionsvolumens

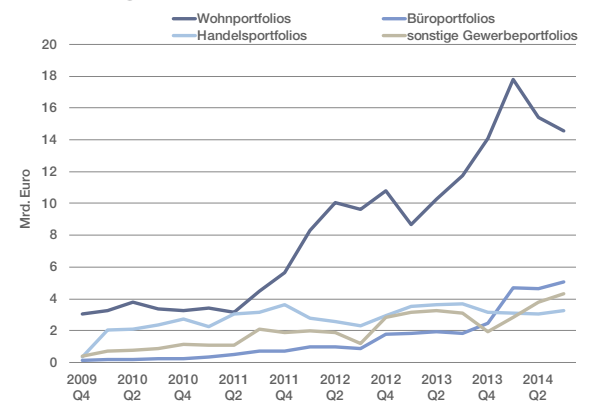
verantwortlich zeichneten. Dazu passt, dass die aktivsten Wohnungsportfoliokäufer der letzten Jahre allesamt einheimische Investoren sind (siehe Tab. 1). Gänzlich anders ist das Bild im Gewerbeesegment, wo mit Patrizia lediglich ein einheimischer Akteur zu den Top-5-Käufern zählt.

Die Zusammensetzung der beiden Top-5-Listen spiegelt auch im Hinblick auf ein weiteres Merkmal die Käuferstruktur am Portfoliomarkt gut wider: Bei sechs der neun Akteure handelt es sich um Immobilien-AGs bzw. REITs, hinzu kommen zwei Private-Equity-Fonds. Diese beiden Investorengruppen dominieren auch den Gesamtmarkt, wie Abbildung 4 zeigt. Auf Immobilien-AGs / REITs entfiel in den vergangenen knapp sechs Jahren ein Anteil am Transaktionsvolumen von 31 % und damit mehr als auf jede andere Gruppe. Private-Equity-Fonds folgen mit einem Anteil von 13 % auf Rang 2. Diese beiden Investorengruppen können daher als typische Portfolioinvestoren bezeichnet werden, zumal sie am Portfoliomarkt wesentlich aktiver sind als am Markt für Einzelimmobilien (siehe Angaben in Klammern in Abb. 4). Bei den drei weiteren im Portfoliosegment wichtigen Investorengruppen – Spezialfonds (12 % Anteil am Transaktionsvolumen), sonstige Asset-/Fonds-Manager (10 %) sowie geschlossene Fonds (7 %) – handelt es sich in diesem Sinne dagegen nicht um typische Portfolioinvestoren. Alle drei sind am Markt für Einzelimmobilien mindestens ebenso präsent wie am Portfoliomarkt.

Private-Equity-Fonds als typische Portfolioinvestoren

Gerade weil sie klassische Portfolioinvestoren sind, ist eine Analyse des Investitionsverhaltens von Private-Equity-Fonds aufschlussreich. Hierdurch lassen sich einige der für Portfoliokäufer typischen Investitionsmotive recht klar herausarbeiten. Eines dieser Motive stellt die Erzielung von Kapitalmarktfähigkeit dar, zu der der Kauf eines (größeren) Immobilienportfolios beitragen kann. Ein Blick auf die Börsengänge deutscher Immobiliengesellschaften der vergangenen drei Jahre (siehe Tab. 2) zeigt, dass in allen Fällen ein oder mehrere Portfolioakquisitionen von Private-Equity-Fonds den

ABB. 2 **Portfoliotransaktionsvolumen* nach Nutzungsart**



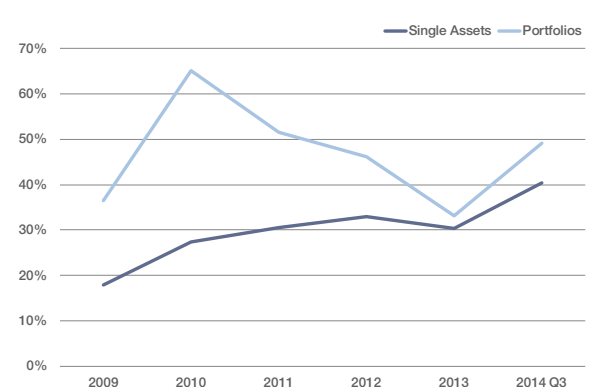
Quelle: Savills / * rollierend über zwölf Monate

TAB. 1 **Top-5-Käufer* von Wohn- und Gewerbeimmobilienportfolios**

Wohnportfolios	Gewerbeportfolios
1. Deutsche Wohnen	1. Patrizia
2. Deutsche Annington	2. Cerberus
3. TAG	3. Corio
4. Adler Real Estate	4. Dream Global REIT
5. Patrizia	5. Blackstone

Quelle: Savills / * gemessen am Investitionsvolumen seit 2009

ABB. 3 **Anteil ausländischer Investoren am Transaktionsvolumen**



Quelle: Savills

Ausgangspunkt bildeten. Einen Börsengang dürften die Investoren bereits zum Ankaufszeitpunkt des jeweiligen (Start-)Portfolios als ein zumindest mögliches Exit-Szenario ins Auge gefasst haben. Vergegenwärtigt man sich, wie lange der Aufbau der in Tabelle 2 dargestellten Immobilienplattformen mittels Einzelankäufen dauern würde, wird rasch klar, warum Private-Equity-Fonds bevorzugt in Portfolios investieren.

Auch bei einem anderen für Private-Equity-Fonds typischen Investitionsmotiv geht es darum, möglichst große Summen innerhalb kurzer Zeit zu investieren - dem so genannten „Zyklusreiten“, bei dem die Investoren Zyklusverläufe in einzelnen Regionen oder Nutzungsarten für sich auszunutzen versuchen. Abbildung 5 zeigt dies sehr deutlich. Dargestellt sind das Ankaufs- und Verkaufsvolumen von Private-Equity-Fonds in den drei Nutzungsarten Büro, Handel und Wohn sowie das daraus resultierende Nettoinvestitionsvolumen im Portfoliosegment. Obwohl bei der Interpretation der Darstellung aufgrund der recht kurzen Zeitperiode Vorsicht geboten ist, lassen sich dennoch drei interessante Muster beobachten:

1. Schnell und viel investieren
Die Investitionen von Private-Equity-Fonds folgen einer Zyklus, die wesentlich stärker ausgeprägt ist als jene des Portfoliomarktes insgesamt. Zudem sind die Zyklen kürzer. Beispielsweise verachtfachen die Private-Equity-Fonds ihr Handelsvolumen (Summe aus Ankaufs- und Verkaufsvolumen) mit Einzelhandelsimmobilien zwischen 2010 und 2012 auf ca. 1,8 Mrd. Euro, bevor es auf ca. 500 Mio. Euro im laufenden Jahr zurückging. Ein ganz ähnliches Handlungsmuster lässt sich im Wohnsegment beobachten und es kann vermutet werden, dass auch die Büroportfolioinvestitionen einem solchen Muster folgen. Hier hat der Zyklus allerdings gerade erst begonnen.

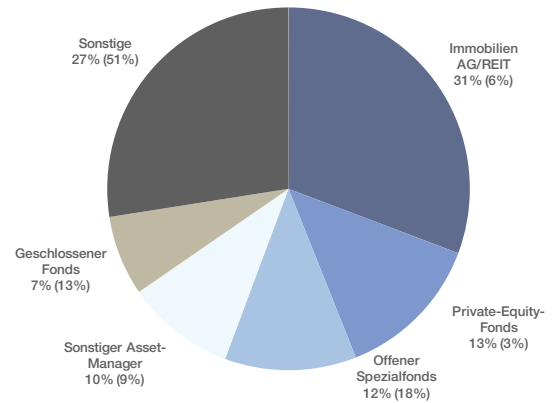
2. Antizyklisch investieren
Zu Beginn eines Aufschwungs agieren die Private-Equity-Fonds eher auf der Käuferseite und wechseln im weiteren Verlauf auf die Verkäuferseite. Kurz: Sie verfolgen eine antizyklische Strategie. Recht deutlich wird dies beim Blick auf das Wohnsegment. Hier erhöhten die

Fonds zwischen 2009 und 2012 stetig ihr Ankaufsvolumen und investierten in diesem Zeitraum netto ca. 1 Mrd. Euro. In den beiden folgenden Jahren ging ihr Ankaufsvolumen jeweils stark zurück, dafür erhöhte sich das Verkaufsvolumen deutlich. Im Jahr 2013, das mit großer Wahrscheinlichkeit in puncto Transaktionsvolumen den zyklischen Höhepunkt am Wohnungsportfoliomarkt darstellt, waren sie somit bereits viel stärker auf der Verkäufer- als auf der Käuferseite engagiert. Bei Handelsportfolios lässt sich ein so klares Muster nicht erkennen, was allerdings auch daran liegt, dass sich hinter dieser Nutzungsart wesentlich heterogenere Objekttypen verbergen als bei Wohnportfolios (Einkaufs- und Fachmarktzentren, Fach- und Supermärkte etc.). Fakt ist auch hier: Die Private-Equity-Fonds sind nach einer Phase relativ regen Ankaufs im Jahr 2013 auf die Verkäuferseite gewechselt.

3. Zum richtigen Zeitpunkt in die richtige Nutzungsart investieren
Die Nutzungsart als solche spielt für Private-Equity-Fonds offenbar keine entscheidende Rolle. Sie investieren nicht etwa entweder in Wohn- oder in Büroimmobilien, sondern in beide Nutzungsarten, wenn nur der Zeitpunkt für das eine oder andere geeignet erscheint. Folglich verbergen sich hinter den (Des-) Investitionsvolumina in Abbildung 5 nur relativ wenige Investoren, von denen selbst innerhalb dieser recht kurzen Zeitspanne mehrere in zwei oder allen drei Nutzungsarten aktiv waren. So hat etwa Blackstone jeweils mehrere Hundert Millionen Euro in Büro- (Portigon), Handels- (Brune) und Wohnportfolios (Level One) investiert. Hinzu kommen Akquisitionen von Logistikportfolios.

Non-Core-Assets prägen Portfoliosegment
Private-Equity-Fonds sind nicht nur typische Portfolioinvestoren, sondern von ihrer Natur her auch opportunistische Akteure, die höhere Renditen anstreben und dafür größere Risiken eingehen. Dies gilt freilich nicht für alle Portfoliokäufer, gleichwohl ist die Risikobereitschaft von Portfoliokäufern tendenziell höher als jene von Single-Asset-Investoren. Als Indiz hierfür können die durchschnittlich gezahlten

ABB. 4 **Käuferstruktur am Portfoliomarkt seit 2009***



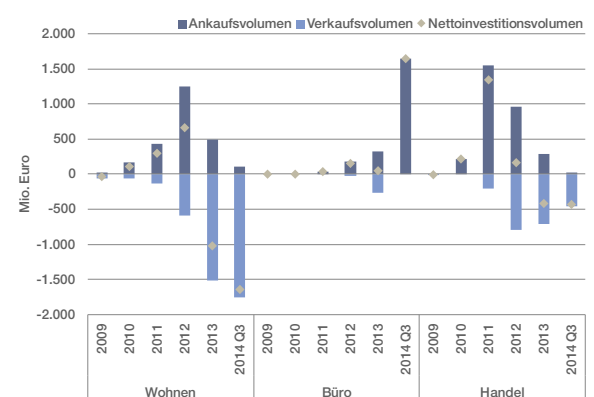
Quelle: Savills / * Anteil am Markt für Einzelimmobilien in Klammern

TAB. 2 **Börsengänge deutscher Immobiliengesellschaften seit 2012**

Unternehmen / Portfolio	Eigentümer	Platzierungsvolumen
Deutsche Annington	Terra Firma	575 Mio. Euro
GSW	Cerberus / Goldman Sachs	468 Mio. Euro
LEG	Goldman Sachs / Perry Capital	1.340 Mio. Euro
TLG	Lone Star	396 Mio. Euro

Quelle: Unternehmenspressemeldungen, Savills

ABB. 5 **Aktivität von Private-Equity-Investoren am Portfoliomarkt**



Quelle: Savills

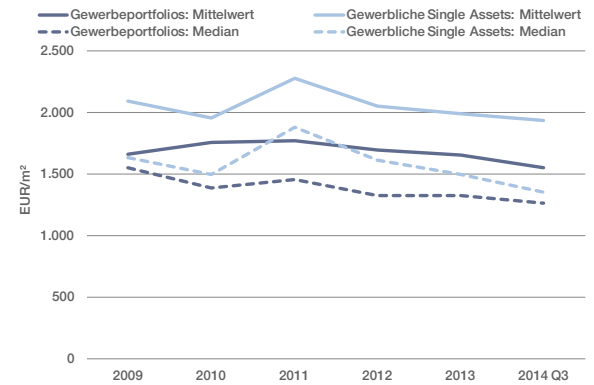
Quadratmeterpreise am Markt für Gewerbeportfolios betrachtet werden, die durchgängig niedriger als bei Single Assets sind (siehe Abb. 6). Die Differenz beläuft sich auf Werte zwischen etwa 200 EUR/m² im Jahr 2010 und 500 EUR/m² im Jahr 2011. Diese Differenzen weisen auf eine abweichende Zusammensetzung der Risikoklassen in beiden Marktsegmenten hin. So dürften beispielsweise Core-Gewerbeimmobilien relativ selten im Rahmen von Portfoliotransaktionen verkauft werden, folglich ist der Anteil der Non-Core-Assets im Portfoliosegment höher als am Markt für Einzelobjekte. Auch dies kommt in Abbildung 6 zum Ausdruck: Die Differenz zwischen dem Median und dem Mittelwert ist im Single-Asset-Segment deutlich höher als im Portfoliosegment, d. h. es gibt im Hinblick auf den Quadratmeterpreis im Portfoliosegment wesentlich weniger „Ausreißer“ nach oben als dies bei Single Assets der Fall ist. Noch deutlicher wird die voneinander abweichende Struktur in beiden Marktsegmenten beim Vergleich von oberen und unteren Dezilen: Jedes zehnte gehandelte Einzelobjekt weist einen Quadratmeterpreis von mehr als 4.130 Euro auf. Bei Portfolios liegt der Wert bei lediglich 2.990 Euro. Beim unteren Dezil ist der Unterschied bei Weitem nicht so groß, aber

immer noch erkennbar. Jedes zehnte gehandelte Einzelobjekt wird für weniger als 500 EUR/m² verkauft, bei Portfolios liegt die Schwelle bereits bei 460 EUR/m². Diese abweichende Struktur hinsichtlich der Risikoklassen ließe sich auch auf die kurze Formel „Weniger Core, mehr Opportunistic“ bringen.

Risikobereitschaft in den letzten Jahren gestiegen

Abbildung 6 verdeutlicht zudem, dass auch die generelle Risikobereitschaft der Investoren seit 2011 kontinuierlich gestiegen ist. Denn obwohl das allgemeine Preisniveau am deutschen Immobilienmarkt in den vergangenen Jahren infolge immer höherer Nachfrage stetig zugenommen hat, sind die tatsächlich gezahlten Durchschnittspreise von Jahr zu Jahr gesunken. Folglich muss sich die Nachfrage zunehmend ins Non-Core-Segment verschoben haben - ein Trend, der sich auch im Jahr 2015 fortsetzen dürfte.

ABB. 6 **Preisniveau von Gewerbeportfolios und Single Assets im Vergleich**



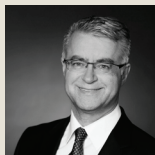
Quelle: Savills

Savills Deutschland

Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an



Marcus Lemli
CEO Germany
+49 (0) 69 273 000 12
mlemli@savills.de



Andreas Wende
Investment
+49 (0) 40 309 977 110
awende@savills.de



Marcus Mornhart
Office Agency
+49 (0) 69 273 000 70
mmornhart@savills.de



Karsten Nemecek
Corp. Finance - Valuation
+49 (0) 30 726 165 138
knemecek@savills.de



Drazenko Grahovac
Corp. Finance - Valuation
+49 (0) 30 726 165 140
dgrahovac@savills.de



Matthias Pink
Research
+49 (0) 30 726 165 134
mpink@savills.de

Savills ist eines der führenden, weltweit tätigen Immobiliendienstleistungs-Unternehmen mit Hauptsitz und Börsennotierung in London. Das Unternehmen wurde 1855 gegründet und blickt auf eine lange Geschichte mit überwältigendem Wachstum zurück. Savills setzt Trends statt ihnen zu folgen und verfügt heute über mehr als 600 Büros und Partner in Amerika, Europa, Afrika, dem asiatisch-pazifischen-Raum sowie dem Nahen Osten mit über 27.000 Mitarbeitern. In Deutschland ist Savills Immobiliendienstleister mit rund 160 Mitarbeitern in sechs Büros an den wichtigsten Immobilienstandorten Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln und München präsent.

Diese Publikation dient allein informativen Zwecken. Wir übernehmen keine Haftung für Verluste, Kosten oder sonstige Schäden, die aus der Verwendung der veröffentlichten Informationen resultieren. Die Informationen beruhen auf Quellen, die von uns als verlässlich eingestuft wurden, wir können jedoch nicht dafür garantieren, dass diese Informationen korrekt oder vollständig sind. Eine Vervielfältigung dieser Publikation oder von Teilen davon bedarf der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch Savills.
© Savills Dezember 2014