



Mario Leißner

Der deutsche Immobilienkapitalmarkt in Zeiten negativer Zinsen

Eine der phantasievollsten Fragen der Neuzeit lautet: „Wie lange geht das noch so weiter?“ Nachdem diesem Beitrag nicht gelingen wird, hierauf phantasievolle Antworten zu finden, beschränkt er sich auf eine Bestandsaufnahme.

Die Beratungspraxis sieht einen differenzierten Markt, dem Hitzewellen ebenso innewohnen wie Bemühungen der *Commoditization* auf der einen und maximaler Kreativität auf der andere Seite.

Zunächst zeigt sich im *Transaktionsbereich* ein Phänomen: Die Erhitzung der Märkte begegnet ihrer Ent-

schleunigung. Es überrascht nicht, dass sich angesichts am Boden liegender Renditen in als sicher geltenden Assetklassen der Kampf um *Core*-Immobilien verschärft. Das zeigt sich auch in der immer flexibler werdenden Anwendung der Definition von „*Core*“: Immobilien, die einst bestenfalls als *Value add* infrage gekommen wären, werden nun ohne irgendein Wimperzucken als *Core* in die Bücher genommen. Die verschärfte Auseinandersetzung um die letzten zur Anlage tauglichen Vermögensgegenstände lässt sich auch bei den Transaktionen deutlich spüren. Die Verhandlungsansätze der Verkäufer erscheinen strikt und lassen Transaktionen zuweilen nur unter Selbstaufgabe des Käufers durchführbar erscheinen. Einige Usancen erinnern frappierend an die finale Zeit vor dem Ende des letzten Zyklus. Ein Unterschied ist der nun deutlich geringere Fremdkapitalanteil. Dieser liegt nicht nur an Vernunft, sondern auch an Restriktionen auf

Seiten der Plattformen und Fremdkapitalgeber. Trotz heißer Atmosphäre dauern sehr viele Transaktionen deutlich länger, als zu erwarten wäre; sie werden immer aufwendiger und komplexer; Anleger ziehen sich oft aus bereits angelaufenen Transaktionen zurück. Diese **Entschleunigung** schlägt sich in den Gemütern selten positiv nieder. Sie ist allerdings wohl ein nötiges Korrektiv zu höheren Temperaturen und jedenfalls ein wahrnehmbarer Unterschied zum Ende des letzten Zyklus.

Die gute Nachricht ist, dass es vernünftige Gründe für die Annahme gibt, der Immobilienmarkt werde kurzfristig nicht **crashen**. Weder ist eine nachhaltige Änderung der Rendite-Umgebung absehbar, noch zeichnet sich ein drastisches Überangebot bei sinkender Nachfrage ab. Wir werden also auch in nächster Zeit eine Mischung aus Hitze, High Speed-Transaktionen, langatmigen Prozessen, hohem Aufwand und lethargischen Verhaltensweisen erleben.

Auf dem **Fondsmarkt** ist zunächst zuzugestehen, dass die an dieser Stelle erfolgte Vorhersage, es hätten nur solche Ansätze eine erfolgreiche Zukunft, die sich durch Fokussierung und Wanderung abseits ausgetretener Pfade auszeichnen, nicht zur Gänze zutrifft: Auf der einen Seite gibt es unverändert **One-Stop-Shop**-„Strategien“, welche sich durch den Versuch auszeichnen, standardisiertes Massengeschäft zu entwickeln. Dies kann erfolgreich sein – wenn für die Anleger zumindest die richtigen Assets beschafft werden können. Nachdem **Commoditization** allerdings zwangsläufig mit erheblichem Kostendruck und der Standardisierung auch von eigentlich auf langjähriges Vertrauen angewiesenen Geschäftsbeziehungen einhergeht, mag sich die Frage stellen, wie nachhaltig derzeitige Erfolge dieser Konzepte sein werden.

Daneben scheint aber dem „richtigen“ Ansatz der Durchbruch zu nachhaltigem Erfolg zu gelingen. Fokussierung zahlt sich aus, weil sie den Bedürfnissen der Investoren entspricht und zyklus**unabhängig** Sinn ergibt. Der Wechsel auf unausgetretene Pfade, der Mut zur selbstbewussten Fortschreibung von Recht und Praxis und die Bereitschaft, sich von anderen zu unterscheiden, sind unumgänglich.

Häufig geht es schlicht darum, trivialste Probleme bei der Strukturierung pragmatisch zu lösen. Während in einer der Gedankenwelten schon bloßes Sinnieren der Aufsicht in unverbindlichen Rundschreiben zu vorausseilend gehorsamer Änderung der Geschäftstätigkeit führt und Wettbewerbsnachteile nach sich zieht, verhält sich die andere Welt – meist unter Inanspruchnahme von **non-Commodity**-Beratung – progressiv und scheut nicht davor zurück, sachfremden Erwägungen eigene, das Recht im Interesse der Anleger ausnutzende Auffassungen entgegenzusetzen.

Neben trivialen Themen finden sich auch komplexe investment- und steuerrechtliche Strukturierungsthemen, deren positive Handhabung von herausragender Bedeutung für die Marktfähigkeit neuer Produkte und die Interessen der Anleger ist; **ausnahmslos** zu sämtlichen Problemen können aber mit soliden Rechtsauffassungen positive Lösungen geschaffen werden. Exemplarisch zu nennen sind Fragestellungen im Zusammenhang mit der unternehmerischen Betätigung der Fonds, die projektentwicklungsnahe Betätigung, das Unterschreiten etablierter Haltedauern, Umsatzmieten, mezzanines Kapital zum Zwecke der Reduzierung steuerlicher Bemessungsgrundlagen bei Erhöhung wirtschaftlicher **Leverages** sowie die Investition in Strukturen, die tradiert als unzulässig galten. Hierbei ist eine den Erfolg behindernde konservativstmögliche Herangehensweise ebenso möglich wie jene, im Interesse der Anleger die Rechtspraxis pragmatisch und konservativ fortzuentwickeln. Empirisch belegt ist, dass die Anleger Abweichungen vom Standard goutieren, wenn deren Sinn klar ist. Gerade für Kapitalsammelstellen ist in Zeiten negativer Zinsen sichere Rendite von herausragender Bedeutung. Diese durch **non-Commoditization** zu erzielen, wird von Anlegern belohnt.



Mario Leibner

Managing Partner Germany
King & Spalding LLP

Weitere Angaben zum Autor S.68

Weitere Angaben zum Unternehmen S.178