

# DIFI-Report

---

Einschätzungen zum Immobilienfinanzierungsmarkt

---

Deutschland | 3. Quartal 2017  
Erschienen im September 2017





***Geschäftssituation bei gewerblichen Immobilienfinanzierern nach wie vor positiv***



***Erwartungen an das Finanzierungsgeschäft bleiben jedoch skeptisch***

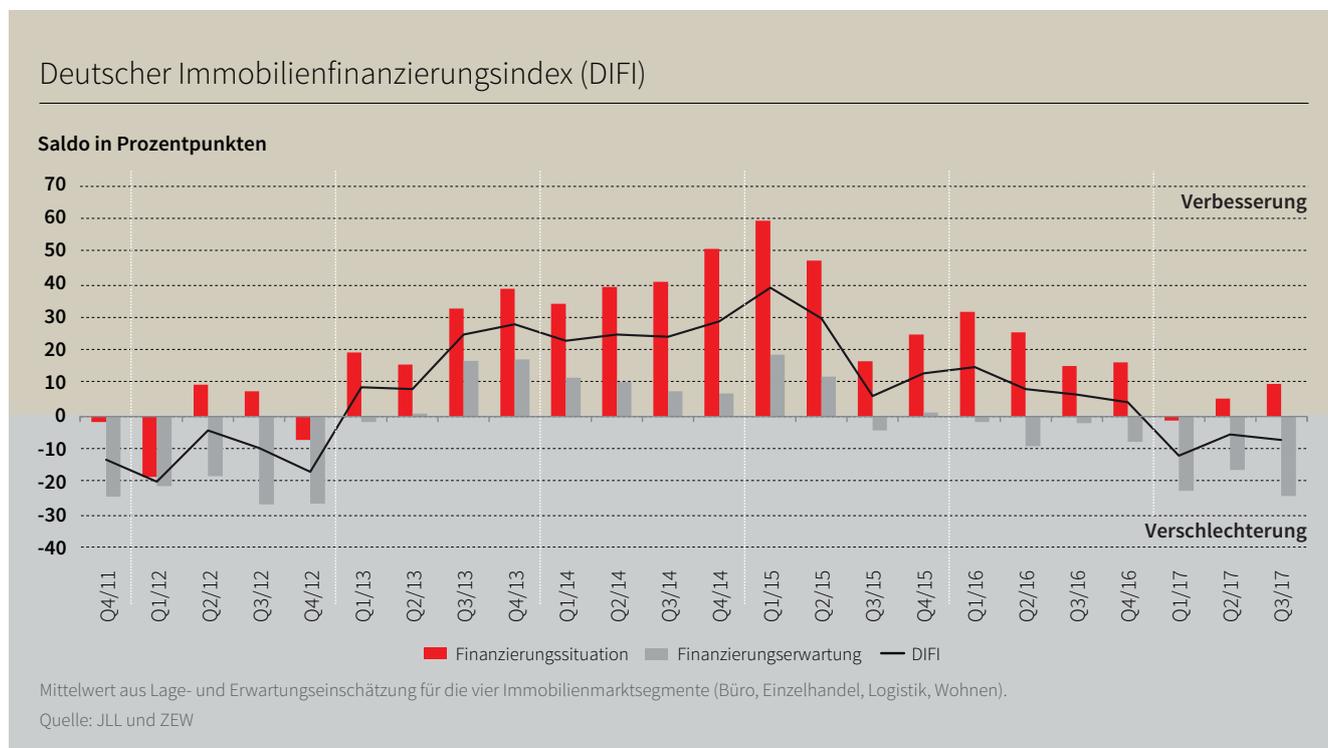


***Sonderfrage: Begrenztes Potenzial für Mezzanine-Finanzierungen***



*Der Deutsche Immobilienfinanzierungsindex (DIFI) bildet die Lage (vergangene sechs Monate) und die Erwartungen (kommende sechs Monate) der Umfrageteilnehmer bezüglich der deutschen Immobilienfinanzierungsmärkte ab. Er wird quartalsweise ermittelt und berechnet sich als Mittelwert der Salden für die Immobilienmarktsegmente Büro, Einzelhandel, Logistik und Wohnen. Die Salden für die Segmente ergeben sich aus den prozentualen positiven und negativen Antworten der Umfrageteilnehmer auf die Frage nach der Lage und der Finanzierungserwartung für den deutschen Immobilienmarkt. Der DIFI wird in Kooperation von JLL und dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) erhoben und veröffentlicht.*

# Positive Geschäftssituation bei gedämpften Zukunftserwartungen



## DIFI geht erneut zurück

Der Deutsche Immobilienfinanzierungsindex (DIFI) nimmt im aktuellen Jahr bisher keine positive Entwicklung. Der Index fällt im 3. Quartal leicht von -5,5 auf -7,2 Punkte. Das Stimmungsbarmeter für gewerbliche Immobilienfinanzierungen bleibt damit zum dritten Mal in Folge im Negativbereich.

Dabei sind viele Immobilienfinanzierer mit ihrer aktuellen Geschäftslage zufrieden: Trotz des intensiven Wettbewerbs und der Knappheit an finanzierbaren Objekten hat sich die aktuelle Finanzierungssituation abermals leicht verbessert. Der entsprechende Saldo aus positiven und negativen Einschätzungen steigt von 5,4 auf 9,8 Punkte. Ein weiter wachsender Anteil von Experten erwartet jedoch, dass es in den kommenden sechs Monaten bergab gehen wird: Der Saldo aus optimistischen und pessimistischen Finanzierungserwartungen sinkt von -16,3 auf -24,1 Punkte. So skeptisch war der Ausblick der Experten zuletzt vor fünf Jahren, als die Eurozone inmitten der Staatsschuldenkrise steckte.

Dabei sind die makroökonomischen Aussichten günstig: Die EZB hat mögliche Zinssteigerungen in die Zukunft

verschoben und die deutsche Wirtschaft wächst weiter ungebremst. Obwohl der Euro gegenüber anderen Währungen wieder an Attraktivität gewonnen hat, investieren auch Anleger aus dem Ausland weiter intensiv in deutsche Immobilien. Deren Anteil lag im ersten Halbjahr 2017 bei 12 Mrd. Euro und damit bei 46 % des Transaktionsvolumens.

## Wettbewerbsdruck und Mangel an Objekten lassen kaum Luft nach oben

Seit dem 1. Quartal 2015 sind die Einschätzungen der Geschäftslage zwar positiv, allerdings im Trend rückläufig. Bezogen auf die letzten sechs Monate zeigt sich die Geschäftslage jedoch stabil bis leicht verbessert. Nur bei Einzelhandelsimmobilien sehen die Experten gegenüber dem Vorquartal eine Verschlechterung. Die Situation bewegte sich in den vergangenen sechs Monaten weiterhin auf hohem Niveau und war geprägt von steigenden Neugeschäftszahlen bei vielen Wettbewerbern. Margen und Risikobereitschaft sind zuletzt leicht gestiegen, die Größe der abgeschlossenen Deals ist zugleich aber zurückgegangen.

## Einschätzung des Immobilienfinanzierungsmarktes nach Nutzungsart

Saldo in Prozentpunkten



Mittelwert aus Lage- und Erwartungseinschätzung für die definierten Immobilienmarktsegmente.

Quelle: JLL und ZEW

Bei den Erwartungen an das kommende Halbjahr zeigt sich dagegen weiter ein gegenläufiges Bild. Bei allen vier Nutzungsarten mehren sich abermals die pessimistischen Prognosen. Besonders trübe sind die Aussichten für Finanzierungen von Einzelhandelsobjekten, wo sich der Saldo bei nun -36,7 Punkten seinem historischen Tiefstand von 2012 nähert. Hier zeigt sich, dass bei ausreichend vorhandenem Finanzierungsangebot profitable Projekte immer knapper werden. Dass eine tiefgreifende Sorge vor einer nachhaltigen Zinswende die Erwartungen in den Keller treibt, erscheint angesichts der EZB-Politik unwahrscheinlich. Vielmehr scheinen sich die gewerblichen Immobilienfinanzierer angesichts des intensiven Wettbewerbs untereinander und des Markteintritts neuer Konkurrenten, wie etwa Versicherern, auf sinkende Geschäftsvolumina einzustellen.

### Schuldverschreibungen büßen ein, Ausblick bei Immobilienaktien getrübt

Bei den Refinanzierungsmärkten ergeben sich im Vergleich zum Vorquartal erkennbare Änderungen: Anders als zuletzt stellen die Experten im 3. Quartal weder bei unbesicherten

Schuldverschreibungen noch bei Mortgage Backed Securities eine erkennbare Verbesserung des Umfelds mehr fest. Bei beiden Instrumenten erwarten sie zudem, dass sich das Umfeld in den kommenden sechs Monaten eher noch verschlechtern wird. Bei Immobilienaktien wird nach den Zugewinnen der vergangenen Quartale weit überwiegend mit einer Verschlechterung der Lage gerechnet. Dies steht im Einklang mit den inzwischen ausgesprochen hohen Kursniveaus von Immobilienaktien relativ zu den zugrunde liegenden Net Asset Values. Je geringer die Besicherungsanforderung an die Refinanzierungsinstrumente, umso negativer sind derzeit tendenziell die Einschätzungen der Experten.

### Sonderfrage: Bedeutung von Mezzanine-Finanzierungen im aktuellen Umfeld

Im aktuellen Quartal wurden die Experten zur Bedeutung von Mezzanine-Finanzierungen im derzeitigen Marktumfeld befragt. Anlass der Frage war, dass die im DIFI zuletzt zunehmend geäußerte Erwartung einer Stimmeinbringung im klassischen Finanzierungsmarkt in der Umsetzung einer restriktiveren Kreditvergabepolitik

## Entwicklung der Refinanzierungsmärkte

Saldo in Prozentpunkten



Mittelwert aus Lage- und Erwartungseinschätzung nach Refinanzierungsinstrument.

Quelle: JLL und ZEW

klassischer Kreditgeber im weiteren Jahresverlauf münden könnte. Dadurch könnten mögliche Finanzierungslücken zwischen Eigenkapital und klassischem Fremdkapital zunehmend durch alternative Kreditgeber aufgefangen werden.

Mit knapp 70 Prozent der Antworten ist die Mehrheit der Ansicht, dass es im Fall einer restriktiveren Kreditvergabe-politik von Erstrang-Darlehensgebern lediglich zu einem geringfügigen Zuwachs von Vertragsabschlüssen mit Mezzanine-Finanzierern kommen würde. Sieben Prozent würden einen deutlichen Zuwachs erwarten. Die Gründe für dieses eher verhaltene Potenzial sind vielschichtig:

- Erstrangige Darlehensgeber stehen einer Besicherung von Gläubigern im Nachrang kritisch gegenüber. In Bezug auf die Sicherheitenpositionen von Mezzanine-Finanzierern fordern sie vermehrt eine strukturelle Subordinierung. Somit nähert sich die nachrangige Finanzierung einer Eigenkapitalposition ökonomisch an. Bei langfristigen Investments würde somit eher zusätzliches Eigenkapital

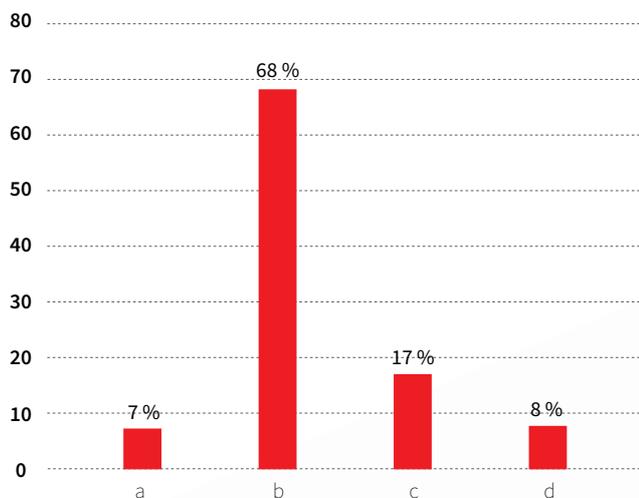
eingebraucht, das aufgrund mangelnder Anlagealternativen auch zur Verfügung steht.

- Bei Assets mit höherer Risikoklassifizierung (etwa Projektfinanzierungen) würden dagegen bereits heute schon regelmäßig Mezzanine-Finanzierungen eingesetzt, sofern die zugrundeliegenden Immobilien die hohen Renditeerwartungen auf Seiten der Mezzanine-Gläubiger erfüllen können. Steigende Projektkosten bzw. Ankaufpreise limitieren bei gleichbleibenden Cashflows somit das Volumen und die Margen für Mezzanine-Finanzierungen.
- Zahlreiche Mezzaninegeber bevorzugen aufgrund von Fixkostendegression Losgrößen von über zehn Millionen Euro. Dies erfordert die entsprechenden Transaktionsvolumina, was den Markt zusätzlich limitiert. Die Bereitstellung von kleineren Volumina schlägt sich bei gegebenen Fixkosten (z.B. für die Due Diligence) auf die Rentabilität sowohl des Eigentümers als auch des Kreditgebers nieder.

Mezzanine-Finanzierungen zeichnen sich insbesondere durch hohe Fremdfinanzierungsanteile (Loan-to-Value, LTV) bei risikoadäquater Margengestaltung aus. In einer zweiten Sonderfrage wurden die Experten vor diesem Hintergrund nach dem aus ihrer Sicht aktuell adäquaten LTV bei einer gegebenen Kreditmarge von 800 Basispunkten (bps) gefragt. Bedingung hierfür war, dass es sich um die Finanzierung einer kreditmateriell einwandfreien und genehmigungsfähigen Immobilie handelt. Die Antworten bestätigen die aktuelle Darstellungsfähigkeit von hohen Fremdfinanzierungsanteilen bei Mezzanine-Finanzierungen: Knapp 40 Prozent der Befragten sehen den derzeit adäquaten LTV bei über 85 Prozent, weitere 30 Prozent bei 80-85 Prozent.

### Auswirkungen restriktiverer Erstrang-Darlehen auf Geschäftsmöglichkeiten von Mezzanine-Finanzierern

in Prozent

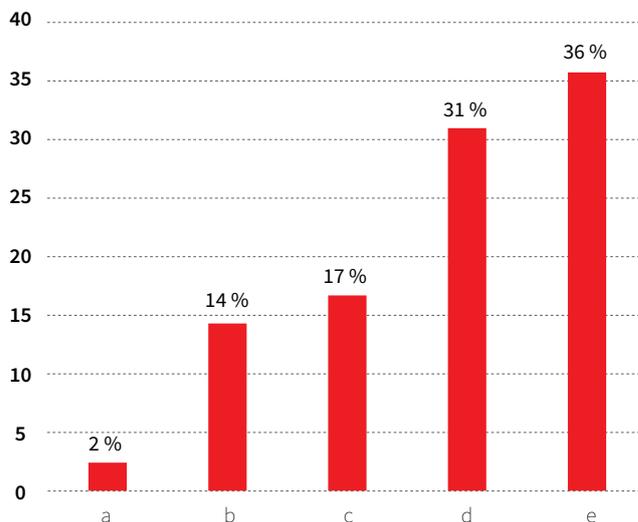


- a) Es würde einen deutlichen Zuwachs von Vertragsabschlüssen mit Mezzanine-Finanzierern geben.
- b) Es würde einen geringfügigen Zuwachs von Vertragsabschlüssen mit Mezzanine-Finanzierern geben.
- c) Es würde sich hinsichtlich des Abschlusses von Mezzanine-Finanzierungen nichts verändern.
- d) Es würde weniger Vertragsabschlüsse mit Mezzanine-Finanzierern geben.

Die Grafik stellt die Auswirkungen einer restriktiveren Kreditvergabepolitik von Erstrang-Darlehensgebern auf die Geschäftsmöglichkeiten von Mezzanine-Finanzierern dar.  
Quelle: JLL und ZEW

### Adäquater LTV für eine Immobilienfinanzierung bei einer gegebenen Kreditmarge von 800 Basispunkten

in Prozent



- a) Unter 70% LTV
- b) 70% - 74% LTV
- c) 75% - 79% LTV
- d) 80% - 85% LTV
- e) Über 85% LTV

Die Grafik stellt den adäquaten LTV für eine kreditmateriell einwandfreie, genehmigungsfähige Immobilie als Sicherheit bei einer gegebenen Kreditmarge von 800 Basispunkten dar.

Quelle: JLL und ZEW

## DIFI-Report: Belegung der Antwortkategorien, 3. Quartal 2017

	verbessert	Δ Q2	nicht verändert	Δ Q2	verschlechtert	Δ Q2	Saldo	Δ Q2
<b>Deutscher Immobilienfinanzierungsindex</b>	<b>10,4</b>	<b>(- 0,3)</b>	<b>72,2</b>	<b>(- 1,1)</b>	<b>17,5</b>	<b>(+ 1,3)</b>	<b>-7,2</b>	<b>(- 1,7)</b>
Finanzierungssituation	verbessert	Δ Q2	nicht verändert	Δ Q2	verschlechtert	Δ Q2	Saldo	Δ Q2
Büro	17,1	(+ 3,6)	82,9	(+ 4,5)	0,0	(- 8,1)	17,1	(+11,7)
Einzelhandel	7,5	(- 3,9)	77,5	(+ 3,2)	15,0	(+ 0,7)	-7,5	(- 4,6)
Logistik	22,5	(+ 0,2)	77,5	(+ 8,1)	0,0	(- 8,3)	22,5	(+ 8,5)
Wohnen	14,3	(+ 1,8)	78,6	(- 1,4)	7,1	(- 0,4)	7,2	(+ 2,2)
<b>Alle Nutzungsarten</b>	<b>15,4</b>	<b>(+ 0,5)</b>	<b>79,1</b>	<b>(+ 3,6)</b>	<b>5,5</b>	<b>(- 4,1)</b>	<b>9,8</b>	<b>(+ 4,4)</b>
Finanzierungserwartung	verbessern	Δ Q2	nicht verändern	Δ Q2	verschlechtern	Δ Q2	Saldo	Δ Q2
Büro	7,1	(+ 1,4)	66,7	(- 7,6)	26,2	(+ 6,2)	-19,1	(- 4,8)
Einzelhandel	4,8	(+ 1,8)	53,7	(- 5,1)	41,5	(+ 3,3)	-36,7	(- 1,5)
Logistik	4,8	(- 9,5)	69,0	(+ 0,4)	26,2	(+ 9,1)	-21,4	(-18,6)
Wohnen	4,8	(+ 2,3)	71,4	(-10,7)	23,8	(+ 8,4)	-19,0	(- 6,1)
<b>Alle Nutzungsarten</b>	<b>5,4</b>	<b>(- 1,0)</b>	<b>65,2</b>	<b>(- 5,8)</b>	<b>29,4</b>	<b>(+ 6,7)</b>	<b>-24,1</b>	<b>(- 7,8)</b>

Situation an den Refinanzierungsmärkten	verbessert	Δ Q2	nicht verändert	Δ Q2	verschlechtert	Δ Q2	Saldo	Δ Q2
Einlagen	16,6	(+ 8,7)	77,8	(-11,7)	5,6	(+ 3,0)	11,0	(+ 5,7)
Pfandbriefe	9,7	(- 0,5)	85,4	(+ 3,3)	4,9	(- 2,8)	4,8	(+ 2,3)
Unbes. Schuldversch.	10,6	(-17,6)	78,9	(+17,4)	10,5	(+ 0,2)	0,1	(-17,8)
Mortgage Backed Securities	10,3	(-10,4)	82,8	(+ 6,9)	6,9	(+ 3,5)	3,4	(-13,9)
Immobilienaktienmärkte	25,8	(+ 3,2)	64,5	(- 3,2)	9,7	(+/- 0,0)	16,1	(+ 3,2)
Erwartungen an den Refinanzierungsmärkten	verbessern	Δ Q2	nicht verändern	Δ Q2	verschlechtern	Δ Q2	Saldo	Δ Q2
Einlagen	11,4	(+ 8,6)	80,0	(-14,3)	8,6	(+ 5,7)	2,8	(+ 2,9)
Pfandbriefe	5,0	(- 0,4)	80,0	(- 9,2)	15,0	(+ 9,6)	-10,0	(-10,0)
Unbes. Schuldversch.	5,6	(- 3,0)	75,0	(+ 0,7)	19,4	(+ 2,3)	-13,8	(- 5,3)
Mortgage Backed Securities	10,7	(- 0,9)	75,0	(- 1,9)	14,3	(+ 2,8)	-3,6	(- 3,7)
Immobilienaktienmärkte	6,4	(- 9,0)	58,1	(- 3,4)	35,5	(+12,4)	-29,1	(-21,4)
Spreads ggü. öffentlichen dt. Anleihen	erhöhen	Δ Q2	nicht verändern	Δ Q2	reduzieren	Δ Q2	Saldo	Δ Q2
Hypothekendarlehen	17,9	(+ 5,1)	71,8	(- 2,6)	10,3	(- 2,5)	7,6	(+ 7,6)
Ungedeckte Bankschuldversch.	28,9	(- 4,4)	63,2	(- 3,5)	7,9	(+ 7,9)	21,0	(-12,3)
Segmententwicklung	erhöhen	Δ Q2	nicht verändern	Δ Q2	reduzieren	Δ Q2	Saldo	Δ Q2
Syndizierungsgeschäft (Volumen)	46,1	(+ 1,6)	38,5	(- 8,7)	15,4	(+ 7,1)	30,7	(- 5,5)
Underwriting (Volumen)	38,4	(+10,6)	38,5	(-14,3)	23,1	(+ 3,7)	15,3	(+ 6,9)

Bemerkung: An der Umfrage des Deutschen Immobilienfinanzierungsindex vom 07.08.2017- 29.08.2017 beteiligten sich 44 Experten. Abgefragt wurden die Einschätzungen zur Marktsituation (vergangene sechs Monate) und zur Markterwartung (kommende sechs Monate). Dargestellt sind die prozentualen Anteile der Antwortkategorien sowie die Veränderungen in Prozentpunkten gegenüber dem Vorquartal (Δ Vorquartal). Die Salden ergeben sich aus der Differenz der positiven und negativen Antwortkategorien (wie z.B. „verbessert“ und „verschlechtert“). Der DIFI berechnet sich als ungewichtetes Mittel aus den Salden der Finanzierungssituation sowie der Finanzierungserwartung aller Nutzungsarten. Aufgrund von Rundungsdifferenzen ist es möglich, dass in der Summierung der Einzelpositionen Unterschiede zu den angegebenen Summen auftreten.

Quelle: JLL und ZEW

## Kontakte JLL

### **Dr. Christian Koch**

Member of the Management Board

JLL Germany

Frankfurt

+49 (0) 69 2003 1370

christian.koch@eu.jll.com

jll.de

### **Anke Herz**

Team Leader Debt Advisory

Frankfurt

+49 (0) 69 2003 1943

anke.herz@eu.jll.com

jll.de

### **Helge Scheunemann**

Head of Research Germany

Hamburg

+49 (0) 40 350011 225

helge.scheunemann@eu.jll.com

jll.de

## Kontakte ZEW

### **Dr. Oliver Lerbs**

Department International Finance  
and Financial Management

+49 (0) 621 1235 147

+49 (0) 621 1235 223

lerbs@zew.de

zew.de | zew.eu