

Geopolitik ist eines von vielen Risikokriterien

Interview Nadin Heinich



Ein Gespräch mit dem Immobilienmanager Jürgen Fenk über die Folgen der Unsicherheit – und den anhaltenden Konflikt zwischen Rendite und Stadt

Wie hat sich der deutsche Immobilienmarkt seit Februar 2022 verändert?

Der Markt wurde massiv überrascht – nicht nur von der Höhe der Zinsanpassung, sondern vor allem von ihrer Geschwindigkeit. Noch nie sind die Zinsen so schnell gestiegen. Gleichzeitig explodierten die Baukosten infolge gestörter Lieferketten: zunächst als Nachwirkung der Corona-Pandemie, dann zusätzlich verschärft durch den Ukraine-Krieg. Die meisten Projekte waren noch unter den alten Bedingungen geplant – und wurden nun zu teuer. Bei Refinanzierungen zu drei oder vier statt zuvor nahe null Prozent rechneten sich viele Vorhaben nicht mehr. Das gilt ebenso für den Exit: Investoren verlangten höhere Renditen, weil Festgeld und andere Anlageformen mit dem gestiegenen Zinsniveau wieder attraktiver wurden.

Das Hauptproblem lag jedoch im Bestand: Sinkende Werte rissen Finanzierungslücken, die nur durch zusätzliches Eigenkapital oder hoch verzinstes Mezzanin zu schließen waren. Boni-

tätsstarke Investoren und Entwickler konnten das auffangen – viele andere nicht. Und je mehr Projekte in der Entwicklung waren, deren Exit sich nicht mehr rechnete – weil sich Baukostensteigerungen nicht länger über höhere Verkaufspreise kompensieren ließen –, desto schwieriger wurde es auf allen Ebenen.

Wie werden Risiken von Investoren bewertet?

Wir unterscheiden zwischen vier verschiedenen Kategorien: Core, Core+, Value Add und opportunistisch. Kapital investiert in unterschiedliche Risk-Return-Stufen. Wer wenig Risiko will, erhält eine geringere Rendite. Je mutiger, umso höher das Risiko, aber auch die mögliche Rendite. In Zahlen ausgedrückt: Im Core-Bereich liegen die Renditen je nach Assetklassen zwischen vier und fünfeinhalb, bei Core+ zwischen fünfeinhalb und acht Prozent. Bei Value Add beziehungsweise opportunistischen Investments liegen die Ankaufsrenditen bei neun bis 15 beziehungsweise bis über 20 Prozent.

Seit dem Anstieg der Zinsen, seit Mitte 2022, ist das Interesse opportunistischer Investoren hoch. In der Regel handelt es sich um Private-Equity-Investoren, inzwischen auch einige Staatsfonds, aus dem Ausland – Profi-Investoren, die Krisensituationen gezielt suchen. Sie verlangen höhere Renditen, weil sie Immobilien mit anderen Anlagealternativen vergleichen. Gerade wenn sie bereits einen hohen Anteil ihres Portfolios in Immobilien investiert haben, müssen sich neue Investments rechnen. Finden sie, was sie suchen, in Deutschland? Eher weniger. Zwischen Return-Erwartung und dem, was hier realistisch erreichbar ist, klafft oft eine Lücke – die Preise waren lange noch zu hoch.

Was sind Beispiele für opportunistische Investments? Der Elbtower?

Vielleicht. Opportunistische Investments sind zum Beispiel Gebäude, bei denen der Bau stehen geblieben ist, weil dem Investor das Geld ausging, die aus einer Insolvenz gekauft wurden oder problematische Wohnungsportfolios,

die ertüchtigt werden müssen. Immobilie, Kredit oder Eigentümer stehen unter großem finanziellem oder zeitlichem Druck; die Immobilie kann unter „normalen“ Marktbedingungen nicht gehalten, refinanziert oder regulär verkauft werden. Das führt zu deutlichen Preisabschlägen. Daraus Rendite zu erzielen ist Hardcore-Management – das kann nicht jeder.

Wo und in welchem Umfang wird aktuell in Europa beziehungsweise Deutschland investiert?

Das ist eine komplexe Frage – dafür gibt es Spezialisten, die sich den ganzen Tag damit beschäftigen. Kapital ist reichlich vorhanden, besonders im Private-Equity-Bereich. Ein großer Teil sucht hohe Renditen. Zu Beginn der Krise lagen die Chancen vor allem in den USA: großer Markt, viele Großprojekte, hohe Liquidität. Der US-Markt hat sich deutlich schneller stabilisiert als Europa – die Amerikaner rechnen mit Problemen schneller ab. In Deutschland glaubt man lange nicht, dass sich etwas verschlechtert hat; dann dauert es, das zu akzeptieren und Lösungen zu finden.

Warum ist das so?

Weil viele deutsche Banken sehr stark im Immobiliengeschäft engagiert sind – als Finanzierer im Milliardenvolumen. Wenn sie die Werte reduzieren und abschreiben müssen, ist das wie ein Verlust. Statt schnell zu bereinigen und neu zu starten, verläuft der Prozess hierzulande deutlich langsamer – auch wegen langfristiger Bewertungslogiken, dem Pfandbriefsystem und dem System der offenen Publikumsfonds.

In welcher Phase befinden wir uns jetzt?

Wir sind aus der Denial-Phase raus und in der Lösungsphase. Ich spüre eine deutlich stärkere Aufbruchstimmung. Kapital orientiert sich wieder mehr nach Europa.

Hat das auch mit der Unberechenbarkeit von Donald Trump zu tun?

Auch für Investoren ist Diversifizierung zentral:

Konzentrationsrisiken vermeiden, nicht nur auf einen Markt setzen. Deshalb rückt Europa wieder stärker in den Fokus. Spanien war in den vergangenen zwölf Monaten der Darling vieler größerer Private-Equity-Investoren – vor allem bei studentischem und klassischem Wohnen sowie in der Logistik.

Erwarten Sie, dass die Investoren auch stärker nach Deutschland zurückkommen?

Ausländische Investoren schauen nicht nur auf Deutschland. Japaner, Australier oder Kanadier gehen meist global vor und richten den Blick dann nach Europa. Deutschland ist für sie auch deshalb anspruchsvoll, weil der Markt sehr komplex ist: Man muss sich mit mehreren Städten beschäftigen – München, Hamburg, Berlin, dazu Frankfurt und Düsseldorf. Deshalb investieren internationale Anleger häufig über operative deutsche Partner.

Japaner beginnen immer in den USA und gehen dann nach Europa, vor allem nach London – das passt im Office-Bereich, weil sie große Investments suchen. Aus Städten wie Tokio sind sie gewohnt, in Milliarden-Projekte zu investieren. Das funktioniert in den USA, in London, vielleicht noch in Paris. In Deutschland gibt es wenige große Projekte, wo sie 500 Millionen Euro oder mehr investieren können.

Zusammengefasst: Opportunistisches Kapital ist da. Wir sehen auch die ersten Zeichen, dass Core-Kapital nach Deutschland zurückkommt: Versicherungen und Versorgungswerke prägen den Markt traditionell stark; Deutschland war immer weniger opportunistisch als etwa Spanien oder Italien. Wir kommen langsam aus dieser Talsohle heraus, wenn auch nicht in allen Segmenten. Die Banken sind wieder im Neugeschäft. Natürlich gibt es noch Distress im Markt, bei den Banken, auch bei den offenen Fonds. Doch in manchen Situationen entsteht bereits ein leichter Wettbewerb, Wohnungspreise ziehen wieder an. Die klassische Erholungsphase ist stark getrieben durch Zeit – und Psychologie.

Wir reden über Assetklassen, die Logik von Investments – und über Stadt. Geht das immer gut zusammen, Geld und Stadt?

Unterschiedliche, manchmal konträre Sichtweisen gehören zur Stadtentwicklung. Die Herausforderung ist, sie so zusammenzuführen, dass ein Projekt nicht nur schön ist und im Stadtbild überzeugt, sondern auch finanzierbar bleibt. Am Ende muss es – außer bei manchen staatlichen Projekten – profitabel sein. Privatvermögen fließt selten in Vorhaben ohne Rendite; Mäzene sind die Ausnahme. Wenn Herr Kühne in Hamburg die Oper sponsert, ist das im Kern ein Geschenk. Ähnlich sind Fälle, in denen Symbolik wichtiger ist als Profitabilität: In Pudong in Shanghai ent-

stehen jedes Jahr neue, gigantische Bürotürme. Bei uns wäre das so kaum möglich. Warum? Weil es nicht profitabel ist. Dort hingegen gehören die meisten Developer dem Staat. Diese Bürotürme kosten ein Vermögen; bei einigen weiß ich, dass der Return daraus negativ ist. Man baut sie trotzdem, weil sie für die Stadt als Symbol wichtig sind.

In der Regel erwartet der Investor jedoch Rendite – und das passt nicht immer zu den Vorstellungen von Städten oder Architekten. Einen tragfähigen Konsens zu finden, ist deshalb die zentrale Aufgabe jedes Projekts. Dauert das zu lang, wird das zu partizipativ? Wahrscheinlich. Ich meine keine Sonderbauten, sondern Standardprojekte. Denn je länger es dauert, desto länger tickt die Zinsuhr (= Kosten). In manchen Städten, zum Beispiel in Hamburg, funktioniert das Zusammenspiel zwischen allen Beteiligten gut. Berlin hingegen ist eher ein schwieriges Pflaster, schon allein wegen der Interaktion zwischen Bezirken und Senat.

Investoren müssen entscheiden, ob sie in Aktien, Infrastruktur oder Immobilien investieren – und müssen das gegenüber Gremien rechtfertigen, ob Staatsfonds oder Versorgungswerk, die Mindestrenditen verlangen. Am Ende hat jeder den Auftrag, Geld zu verdienen. Zum Beispiel Vonovia, Europas größter Wohnungskonzern. Als im DAX gelistetes Unternehmen ist ihre erste Aufgabe, für ihre Investoren – die Aktionäre –, profitabel zu sein und Shareholder Value zu generieren. Gleichzeitig haben sie natürlich eine soziale Verantwortung. Aber nur weil sie der größte Wohnungsbestandhalter und -entwickler sind, müssen sie das nicht günstiger tun als andere.

Deutschland investiert stark in Rüstung und Verteidigung. Was bedeutet das für den Immobilienmarkt?

Als das Sondervermögen verkündet wurde, hat die Immobilienwirtschaft aus meiner Sicht zu früh gejubelt – es wird dauern, bis das Geld ankommt. Der Bedarf an bezahlbarem Wohnraum ist groß, und ich bin überzeugt, dass Wohnen aus dem Infrastruktur-Sondervermögen gefördert wird. Das Sondervermögen für Rüstung ist für die Immobilienwirtschaft eher indirekt relevant: Wenn die deutsche Wirtschaft wieder wächst, steigt auch die Immobiliennachfrage. Das Baugeschäft hingegen – neben dem Immobiliengeschäft der wichtigste Bereich der Zech Group – boomt: Wir bauen für Industrie, Bund und die Bundeswehr, Tunnel, Brücken, Straßen, Gefängnisse, Schulen und so weiter.

Jürgen Fenk

ist Mitglied des Vorstands der DIH AG, dem Immobiliensegment der Zech Group SE. Darüber hinaus ist er Strategic Advisor von Eastdil Secured, einer global tätigen Immobilien-Investmentbank. Zudem ist er als Investor im Bereich AI & Tech sowie als Non-Executive Board Member der Vonovia SE tätig.

Ich möchte noch einmal zum großen Ganzen zurückkommen: Hat sich der Immobilienmarkt inzwischen auf die vielen Unsicherheitsfaktoren eingestellt? Wie preist man geopolitische Risiken ein? In Europa mussten wir uns lange nicht mit Krieg beschäftigen.

Alle Profis wissen: Die Immobilienwirtschaft ist zyklisch. Sind alle diszipliniert? Nein – deshalb sind viele nicht mehr da. Es wird immer wieder Ereignisse geben – vielleicht als Nächstes ein Klimarisiko –, die man zwar sieht, aber nicht wirklich einkalkuliert. Genau darum geht es: sich mit Risiken zu beschäftigen. Damit sind wir wieder bei den Risk-Return-Profilen: Wer wenig Risiko eingeht, erzielt geringere Renditen; wer mehr Risiko nimmt, braucht einen höheren Return, weil die Ausfallwahrscheinlichkeit steigt. Derzeit kommen viele Unsicherheiten zusammen, weit über Immobilien hinaus: Wie entwickelt sich der Krieg in der Ukraine, wie geht es im Iran weiter? Wie unberechenbar bleibt Trump? Geopolitik ist eines von vielen Risikokriterien – aber sie beeinflusst das Investmentverhalten deutlich.

Konkreter gefragt: Schauen die Japaner oder Amerikaner jetzt anders auf Europa, gehen eher nach Spanien als nach Polen? Und wie verhält es sich mit dem Wiederaufbau der Ukraine, der irgendwann anstehen wird?

Die Japaner gehen ohnehin nicht nach Polen – und wahrscheinlich auch nicht nach Spanien. Auch die Amerikaner sind in Central Europe derzeit eher zurückhaltend. In Polen, mit Abstand dem größten Markt in Central Europe, sieht man seit der Corona-Pandemie und besonders seit dem Ukraine-Krieg, dass internationales Kapital abgezogen wurde, obwohl die wirtschaftlichen Rahmendaten besser sind, als in den meisten europäischen Ländern. Beim Wiederaufbau der Ukraine sind die Amerikaner den Europäern hingegen in ihrer Herangehensweise weit voraus: Sie bringen früher Geld hinein und agieren opportunistischer. Sie warten nicht, bis ein Konflikt vorbei ist. Wir reden – die Amerikaner sind schon dort.

Wir Europäer finden uns zunehmend in einer Art isolierter Rolle, im Sandwich zwischen China und Amerika. Natürlich ist das bedrückend. Das Mindset ist ein wesentlicher Treiber, ob man etwas macht oder nicht. Immobiliengeschäft ist extrem psychologisch. Es ist anstrengend, trotzdem jeden Morgen positiv zu sein. Aber Aufgeben ist keine Lösung. Vielleicht hilft es, sich hier an den Amerikanern zu orientieren: „There is no security on this earth; there is only opportunity.“