

## Kapitalanlage

# Ende der reinen Private-Equity-Investments

**Indem die Banken mehr Eigenkapital bei der Kreditvergaben fordern, haben sie die Immobilienmärkte spürbar verändert: „Immobilienhändler“ sind weitgehend verschwunden. Stattdessen dominieren langfristige, eigenkapitalstarke Investoren die Nachfrage, denen stabile Renditen und Objektwerte wichtiger sind als hohe Transaktionsgewinne. Auf diese Veränderung sollten sich die Immobiliengesellschaften einstellen und sich vom Produzenten zum Dienstleister für die „neuen“ Kunden wandeln, empfiehlt der Autor. Denn aus seiner Sicht mangelte es den institutionellen Investoren wie Versicherungen und Pensionskassen in der Regel noch am spezifischen Immobilien-Know-how. Allerdings müssen die Asset Manager zunehmend selbst mit ins Anlagerisiko gehen. (Red.)**

Bei der Finanzierung von deutschen Immobilien hat es einen großen Umbruch gegeben: Private-Equity-Fonds haben sich weitgehend aus dem Markt zurückgezogen. Denn es wird für sie immer schwieriger, Fremdkapital in ausreichender Höhe aufzubringen. An ihre Stelle treten institutionelle Investoren wie Pensionskassen und Versicherungen, die viel Eigenkapital mitbringen und häufig mit eigenkapitalstarken Immobilienspezialisten in Konsortien zusammenarbeiten.

### Eigenkapital ist Trumpf

Für Investitionen in Immobilien steht heutzutage deutlich weniger Fremdkapital zur Verfügung als vor der Finanzkrise. Weil ungewiss ist, wie die europäische Staatsschuldenkrise weiter verlaufen wird, sind viele Kreditgeber nach wie vor zurückhaltend. Hinzu kommt bei den Banken, dass Regulierungsvorhaben wie Basel III die Anforderungen an die Ausstattung mit Eigenkapital erhöhen. Auch deshalb fällt die Kreditvergabe restriktiv aus. Man kann davon ausgehen, dass Immobilientransaktionen aktuell nur

noch mit einem vergleichsweise geringen Fremdkapitalanteil von 50 bis 60 Prozent finanziert werden können.

Eine Kreditfinanzierung von 80 bis 90 Prozent, wie sie zu Boomzeiten üblich war, ist heute nicht mehr möglich. Doch die Private-Equity-Gesellschaften brauchen einen solch hohen Fremdkapitaleinsatz, um eine ausreichend große Hebelwirkung sicherzustellen und Eigenkapitalrenditen zwischen 20 und 25 Prozent zu erzielen. Da dieses Geschäftsmodell nicht mehr funktioniert, spielt es in der Immobilienfinanzierung auch kaum noch eine Rolle.

Mit Distressed Deals lassen sich zwar höhere Eigenkapitalrenditen erzielen, doch sind diese notleidenden Portfolios natürlich mit viel größerem Risiko als gewöhnliche Immobilienbestände behaftet. Sie sind mit verschiedenen Problemen verbunden, was die Gebäudequalität, den Standort oder die Vermietung angeht. Angesichts dieser Schwierigkeiten sind solche Transaktionen für Private-Equity-Unternehmen nicht interessant.

Ebenfalls unwahrscheinlich ist, dass sich Private-Equity-Fonds mit Wohnungsgesellschaften für gemeinsame Investments zusammenschließen. Die Interessen sind dafür zu unterschiedlich. Der Anlagehorizont der Investoren ist kurzfristig, während Wohnungsgesellschaften längerfristige Investments anstreben. Zudem sind die Renditeanforderungen und die Unternehmenskulturen völlig verschieden.

Vor diesem Hintergrund kann man davon ausgehen, dass Private-Equity-Gesellschaften aus dem Immobiliensektor in Deutschland auf absehbare Zeit völlig verschwinden werden. An Bedeutung

gewinnen stattdessen eigenkapitalstarke institutionelle Investoren.

### Vorteile für institutionelle Investoren

Pensionskassen und Versicherungen eignen sich besser für Immobilieninvestments, weil sie an einer langfristigen Geldanlage interessiert sind. Dabei soll eine über lange Zeiträume verlässliche, wenig volatile Rendite erzielt werden. So lässt sich Geld über Jahre oder Jahrzehnte anlegen und dabei weitgehend konjunkturunabhängig eine stabile Rendite erwirtschaften. Allerdings verfügen die Anleger in der Regel nicht über die erforderlichen Marktkenntnisse, um große Portfoliotransaktionen alleine durchzuführen.

Daher brauchen sie Partner aus der Immobilienwirtschaft. Beim Kauf des Portfolios der LBBW, das insgesamt 21 500 Wohnungen umfasste, hatten sich im Februar 2012 beispielsweise mehrere institutionelle Investoren mit Patrizia zu einem Konsortium zusammengeschlossen.

Von diesen Investoren werden die Immobilien als eine Anlage betrachtet, die von spezialisierten Unternehmen professionell gemanagt werden müssen. Die Partner übernehmen dabei zunächst die Strukturierung der gesamten Transaktion, um die Interessen von Käufern und Verkäufern zusammenzuführen. Nach dem Portfolioerwerb setzt sich die Zusammenarbeit im Property Management fort.

Dafür kommt jedoch nicht jedes Immobilienunternehmen in Frage: Eigenkapitalstarke Investoren vertrauen ihre Kundengelder nur Gesellschaften an, die nachweislich sehr viel vom Immobiliengeschäft verstehen und über eine entsprechende Erfolgsbilanz verfügen. Dabei spielen Anzahl, Umfang und Qualität der bisherigen Transaktionen, Vermietungserfolge und Renditen wie auch Kompetenzen als Asset beziehungsweise Property Manager eine Rolle.

Immobilienunternehmen sollten beispielsweise belegen können, welche Ob-

#### Der Autor



**Matthias Moser**

Geschäftsführer, PATRIZIA Alternative Investments GmbH, Frankfurt am Main

jekte in den vergangenen Jahren verwaltet wurden und welche Performance sie dabei erreicht haben. Waren es überwiegend hochwertige Core-Immobilien? Konnten Mieteinnahmen und Immobilienwert angemessen gesteigert werden?

Punkten können Unternehmen auch mit dem Thema Bestandsentwicklung. Schließlich sollten Immobilienbestände nicht nur optimal verwaltet, sondern auch kontinuierlich weiterentwickelt werden, etwa durch Sanierungen, Modernisierungen und Revitalisierungen. Dadurch wird sowohl technische als auch ökonomische Kompetenz dokumentiert, da die Realisierung entsprechender Baumaßnahmen letztlich den Wert der Objekte steigert.

Kompetenz ist ein wichtiges Standbein, wenn sich Immobilienunternehmen auf

die Suche nach Finanzierungspartnern begeben. Das Zweite ist, dass ein Unternehmen nicht nur als Dienstleister agiert, sondern selbst finanzielle Stärke zeigt. Das gelingt, indem es sich an den Investitionen mit einem für sich relevanten Eigenkapitalanteil beteiligt. Auf diese Weise kann es als Co-Investor auftreten und selbst unternehmerisches Risiko übernehmen. Damit wird sichergestellt, dass in einem Konsortium die Interessen aller Beteiligten gleichgerichtet sind.

Für institutionelle Investoren bieten sich momentan gute Investitionsgelegenheiten. BNP Paribas Real Estate erwartet für das Jahr 2012 bei Gewerbeimmobilien insgesamt ein Investitionsvolumen von über 20 Milliarden Euro. Damit läge es auf einem ähnlich hohen Niveau wie im vergangenen Jahr. Auch auf dem deut-

schen Wohnimmobilienmarkt dürfte sich in diesem Jahr noch viel tun. Im ersten Halbjahr 2012 bewegte sich der Investmentumsatz mit größeren Wohnungsbeständen dem Beratungsunternehmen zufolge auf Rekordkurs.

## Marktaussichten für 2013

Mit einem Transaktionsvolumen von über 6,8 Milliarden Euro wurde bereits im ersten Halbjahr der Umsatz des gesamten vergangenen Jahres um 15 Prozent übertroffen. Es ist das zweitbeste Ergebnis, das jemals in den ersten sechs Monaten eines Jahres registriert wurde. Nur im Boomjahr 2005 lag der Umsatz im ersten Halbjahr höher. BNP Paribas Real Estate hält es für möglich, dass 2012 bei größeren Wohnungstransaktionen insgesamt ein Volumen von zehn Milliarden Euro überschritten wird. Das wäre mit Abstand das beste Ergebnis der vergangenen fünf Jahre.

Es dürften vor allem Transaktionen im Vordergrund stehen, bei denen nicht einzelne Objekte, sondern ganze Immobilienportfolios den Eigentümer wechseln. Besonders die immer schwierigeren Finanzierungsbedingungen machen diese Entwicklung wahrscheinlich. Der Umfang der Portfolios, deren Finanzierung in den kommenden Jahren ausläuft, ist beachtlich. Nach einer Berechnung von EBS Real Estate Management Institute stehen bis 2015 europaweit notleidende Gewerbeimmobilienkredite in Höhe von 500 Milliarden Euro an, davon allein 125 Milliarden Euro in Deutschland. Angesichts dieser gewaltigen Summe dürften etliche Immobilienportfolios aufgrund von Finanzierungsengpässen auf den Markt kommen.

Darüber hinaus könnte durch die Krise bei den Offenen Immobilienfonds das Angebot an Portfolios steigen. Mehrere Sondervermögen werden abgewickelt. Teilweise milliardenschwere Anlagevehikel müssen sich von ihren Beständen trennen. Auch dadurch kommen neue Immobilienpakete auf den Markt.

Zusammenfassend lässt sich sagen: Von der aktuellen Entwicklung profitieren institutionelle Investoren und eigenkapitalstarke Immobilienunternehmen. Wenn sich entsprechende Konsortien bilden, können diese ihre starke Position nutzen, um bei den neu verfügbaren Liegenschaftsportfolios zum Zuge zu kommen. Eine Kooperation zahlt sich also für beide Seiten aus.