

2/2015 | Produkte & Strategien

»Der Run auf Immobilien geht Weiter«

Kurt Zech, Inhaber der Zech Group, ist zum größten Immobilienprojektentwickler Deutschlands aufgestiegen. Am Spezialfondsanbieter Art-Invest ist er maßgeblich beteiligt. Dort ist Geschäftsführer Jan Dührkoop zentraler Ansprechpartner für die Investoren.



Die hohe Nachfrage und das günstige Zinsniveau treiben seit Jahren die Preise für Immobilien vor sich her. Diese Entwicklung löst auch immer wieder Bedenken aus, dass die Immobilienmärkte langsam überhitzen, und Investoren fragen sich zu Recht, ob man mit Core-Immobilien überhaupt noch Geld verdienen kann, wenn das Investment konservativ kalkuliert und finanziert wird. Wer ein bisschen mehr Risiko tragen kann, zieht Beteiligungen an Projektentwicklungen in Erwägung. Auch dieses Segment boomt seit 2010. Aus der kürzlich präsentierten „Projektentwicklerstudie 2015“ von Bulwiengesa geht hervor, dass das aktuelle Projektentwicklungsvolumen in den deutschen Metropolen im Jahresvergleich um zwölf Prozent auf 112 Milliarden Euro gestiegen ist. Fast zwei Drittel der Projekte finden im Wohnimmobiliensegment statt. Neuer Spitzenreiter unter den führenden Projektentwicklern ist die Zech Group aus Bremen. Sie hat Hochtief vom Thron gestoßen.

Investitionen in Immobilien sind wesentlich komplexer als Aktieninvestments, wenn man bedenkt, dass viele Immobilien die Preissteigerungen der vergangenen Jahre nicht mitnehmen konnten, weil zum Beispiel Lage oder Bausubstanz nicht gut sind. Kann man vor diesem Hintergrund überhaupt von „dem“ Immobilienmarkt sprechen?

Kurt Zech: Ja. Wie bei einer Aktie hängt der Erfolg einer Immobilie von vielen Faktoren ab, zwei davon haben Sie genannt. Sicherlich sind bei Aktien Liquidität, Fungibilität und Risiko vergleichsweise größer als bei Immobilien. Daher ist es wichtig, dass man ein Immobilienportfolio managt. Wertsteigerungen entstehen nicht allein durch Marktsteigerungen, sondern auch durch aktive Verwaltung, dazu gehört unter anderem die Entwicklung einer Immobilie.

Derzeit werden Immobilien von vielen als Anleihenersatz betrachtet, der laufende Erträge bringt und vermeintlich das Risikoprofil eines Zinspapiers trägt. Sehen Sie das auch so?

Kurt Zech: Die Investoren suchen sichere Cashflows und Erträge, und ich glaube, dass Immobilien, Immobilienfonds und Immobilienaktien hier Chancen bieten. Investoren muss aber klar sein, dass das Risiko bei einer Gewerbeimmobilie im Schnitt höher ist als bei Wohnimmobilien.



Jan Dührkoop: Unsere institutionellen Kunden suchen vor allen Dingen den kontinuierlichen Ertrag aus der Immobilie, die Volatilität der Aktie ist hingegen nicht gewünscht. Unsere Kunden schätzen daher die direkte Kommunikation mit uns, durch die sie viel näher an den Projekten dran sind als etwa Immobilienaktionäre.

Es gibt Warnungen, dass der deutsche Immobilienmarkt bereits überhitzt ist und sich

eine Blase abzeichnet. Wo sehen Sie mit Ihrer jahrzehntelangen Erfahrung den Markt?

Kurt Zech: Ich bin davon überzeugt, dass wir keine Blasenbildung haben. Aus meiner Sicht sehen wir Nachholeffekte des deutschen Marktes, wenn wir ihn mit internationalen Märkten wie London, New York oder Hongkong vergleichen. Aber dort waren die Preise immer schon deutlich höher als in Deutschland. Hierzulande werden die Preise teilweise als zu hoch empfunden, obwohl die Belastung durch eine Finanzierung mit den derzeitigen Zinsen niedriger ist als vorher bei niedrigeren Preisen und höheren Zinsen. Gegen eine Blasenbildung spricht aus meiner Sicht auch, dass ein starker Anstieg der Zinsen nicht abzusehen ist und viel mehr Eigenkapital eingesetzt wird als früher.

Sie fühlen sich also wohl in Ihrem Umfeld?

Jan Dührkoop: Die Zyklen verlaufen immer wellenförmig, und die Wellen verlaufen nicht normal verteilt, sondern jede Welle bricht irgendwann einmal und fällt ein. Dann ist der Markt erst einmal wieder auf dem Boden. Wir wissen nicht, ob der Markt noch ein, zwei oder drei Jahre gut laufen wird, sicher ist: Jeder Markt ist zyklisch. Insofern spricht auch nichts dagegen, zyklusorientiert Gewinne mitzunehmen, was wir aktiv tun.

Kurt Zech: Auf dem derzeitigen Niveau wird der Markt in den nächsten fünf bis zehn Jahren weiterhin gut laufen, es kann zwischendurch aber die eine oder andere Delle geben. Die Investoren haben sich aber zinsmäßig abgesichert beziehungsweise profitieren – das sehen wir bei unseren eigenen Immobilien – bei der Refinanzierung bestehender Investments vom günstigen Zinsniveau. Die Ersparnis beträgt bis zu 75 Prozent. Und auf unser Eigenkapital erzielen wir immer noch eine sehr gute Rendite. Der Run auf die deutsche Immobilie wird noch weitergehen, weil die Preise, wie schon gesagt, in Deutschland trotz des Anstiegs im internationalen Vergleich hinter den bedeutenden Metropolen zurückliegen.

Der bloße Vergleich von absoluten Kaufpreisen und Renditen überdeckt die Frage, ob die momentanen Preise nachhaltig sind. Bei den Gewerbeimmobilien ist gut zu erkennen, dass die Mieten mit den Kaufpreisen nicht mitziehen und viel langsamer steigen. Warum glauben Sie dennoch, dass das Preisniveau nachhaltig ist?

Kurt Zech: In Deutschland gibt es natürlich Immobilien, bei denen die Entwicklung in die andere Richtung gegangen ist. Viele Objekte haben beispielsweise durch einen negativen Wert des Zins-Swaps oder durch ihre Single-Tenant-Vermietung Probleme. Das sehen wir in vielen Publikumsfonds. Wir haben in den vergangenen Monaten aber auch in London Immobilien zu höheren Preisen verkauft, als sie eingekauft wurden.

Jan Dührkoop: Die angesprochenen geschlossenen Fonds zeigen, dass die Strukturen weniger komplex sein müssen, indem man etwa auf Zinswetten verzichtet. Und man muss die Kraft haben, aktives Asset Management zu betreiben und Kapital nachzuschießen, um an den Objekten arbeiten zu können. Das ist in geschlossenen Fondsstrukturen nicht ohne Weiteres möglich. Außerdem sind sie gar nicht darauf ausgelegt, weil zugunsten eines kurzfristigen ausschüttungsfähigen Ertrags Kompromisse bei der Objektqualität und der Lage eingegangen wurden, die sich jetzt rächen. Bei institutionellen Fonds haben wir den großen Vorteil, direkt mit einer kleinen Investorengruppe zu sprechen, um rationale Entscheidungen zu fällen.

Wir sprechen viel über Finanzierungsthemen. Verfügen die institutionellen Investoren auch über immobilienpezifisches Know-how, um Entscheidungen und deren Risiken richtig einzuschätzen?

Jan Dührkoop: Das Pflichtprogramm in der Zusammenarbeit ist die Strukturierung und Finanzierung. Die Kür findet im aktiven Asset Management statt. Das betrifft die Auswahl der richtigen Immobilie und die laufende Betreuung, damit ihr Wert gesteigert werden kann. Wir verbessern die Qualität der Immobilien, indem wir beispielsweise die Vermietungsstruktur

verbessern, das Objekt weiterentwickeln und anschließend repositionieren. Wir nennen diesen Ansatz „Manage to Core“. Für die Investoren müssen die Themen transparent sein und offen diskutiert werden. Und wir beteiligen uns gemeinsam mit der Zech Group als Co-Investoren an den Projekten.

Welche Immobilientypen und welche Art von Immobilienprojekten passen zu welchen Investorengruppen?

Jan Dührkoop: Das hängt vom individuellen Wunsch nach laufender Ausschüttung oder langfristiger Wertentwicklung ab. Langfristig vermietete Core-Immobilien bieten im aktuellen Marktumfeld mit sehr guter Finanzierbarkeit attraktive laufende Ausschüttungen, bergen aber das Risiko, dass der Marktwert durch die allgemeine Marktentwicklung und die über die Haltedauer geringere Restlaufzeit der Mietverträge sinkt. Wenn man aber einen Teil der hohen laufenden Erträge für eventuelle Wertminderungen zurückstellt, kann man langfristig Freude haben. Objekte mit Entwicklungsthemen haben hingegen in der Regel keine oder nur geringe laufende Ausschüttungen, dafür aber bei erfolgreichem Projektverlauf eine attraktivere interne Verzinsung als Core-Investments. Sie sind aus meiner Sicht hervorragend für institutionelle Anleger mit wachsendem Kapitalstock geeignet.

Welchen Risikoaufschlag bekommen die Investoren bei der Rendite, wenn sie anstatt in Bestands- oder sogar Core-Immobilien in Immobilienprojekte investieren?

Jan Dührkoop: Das ist pauschal schwer zu sagen, da es von vielen Faktoren wie dem Eigenkapitalanteil, dem spezifischen Risiko, dem Standort und der Nutzungsart abhängt. Aber häufig sind mit Projektentwicklungen über eine kurze Laufzeit ähnliche Equity Multiples wie bei langfristigen Core-Anlagen zu erzielen. Der Investor verdient also über eine deutlich kürzere Zeit bei Projekten absolut genauso viel wie bei sehr langfristigen Anlagen. Ich vertrete die These, dass Immobilienprojekte oftmals ein geringeres Risiko haben als langfristig vermietete Objekte. Einerseits sind die Gesamtinvestitionskosten bis zur Vollvermietung in der Regel niedriger als bei langfristig vermieteten Immobilien. Andererseits müssen die vermeintlichen Core-Objekte nach Auslaufen der Mietverträge ebenfalls neu entwickelt werden. Da diese Phase aber weiter in der Zukunft liegt, ist sie mit viel höheren Risiken verbunden als bei sofort anstehenden Vermietungsthemen, die viel besser einzuschätzen sind.

Bei Core-Immobilien steigen die Preise indirekt proportional zur Restnutzungsdauer des Mietvertrags. Welche Preistreiber gibt es bei Projektentwicklungen?

Kurt Zech: In Core-Objekten kaufen Investoren den Cashflow, der aus einem Mietvertrag generiert wird. Bei Projektentwicklungen investieren sie in die Lage und in den Wert des Grundstücks. Sie setzen darauf, dass an guten Standorten die Mieternachfrage immer noch ist.

Man weiß aber vorher nicht, zu welchem Mietpreis die Nachfrage später besteht.

Jan Dührkoop: Deshalb muss man den aktuellen Mietvertrag genau prüfen, die Lage bewerten und die Potenziale der Immobilie betrachten. Bei Projektentwicklungen kann man einen Mehrwert schaffen, indem man attraktivere Flächen schafft.

Sind Ihre Gesprächspartner aus dem institutionellen Bereich professionell beraten? Haben Sie das Gefühl, dass die Investoren die richtigen Fragen stellen?

Jan Dührkoop: Wir stellen fest, dass die kleinen Investoren, die einen Berater haben, professionell aufgestellt sind. Viele große Versicherungen bilden das im Haus ab. Unsere Aufgabe ist ein transparentes Reporting, das den Anlegern die Möglichkeit gibt, die richtigen Fragen zu stellen.

Inwieweit wirkt sich das Steigen der Immobilienpreise beispielsweise bei Versicherungen auf

deren Risikomanagement – Stichworte Risikobudget und Solvenzkapitalquote nach Solvency II – aus?

Jan Dührkoop: Viele Versicherungen finanzieren Immobilien zunehmend vollständig aus Eigenkapital und umgehen damit Solvency-II-Probleme. Außerdem sind die Kapazitäten für die Betreuung deutlich gestiegen und dadurch die Risiken im eigenen Berichtswesen besser deutlich gemacht.

Wie wirkt sich die im Februar verabschiedete Änderung der Anlageverordnung auf die Immobilieninvestitionen von Pensionsfonds und Versicherungen aus?

Jan Dührkoop: Die Neufassung der Anlageverordnung wird zu keinen wesentlichen Veränderungen im Anlageverhalten führen. Wichtig ist, dass nunmehr die geschlossene Immobilien-Spezial-Investmentkommanditgesellschaft dem offenen Sondervermögen gleichgestellt ist und dem gebundenen Vermögen, also der „Immobilienquote“, in Höhe von 25 Prozent zugeführt werden kann.

Wie kommen Sie bei der aktuell sehr hohen Nachfrage nach Investments an Grundstücke, Immobilien und Projekte?

Kurt Zech: Der Erfolg ist immer ein Zusammenspiel des nationalen und internationalen Netzwerks und der lokalen Präsenz, die nicht nur bei der Anschaffung, sondern auch bei der Vermietung hilft.

Angenommen, Sie treffen im Urlaub einen Investor, der im größeren Stil in Immobilien investieren möchte, aber keine Erfahrung damit hat. Was würden Sie ihm im privaten Rahmen raten, Herr Zech?

Kurt Zech: Ich rate ihm, zu einem professionellen Vermögensmanager zu gehen, der das Anleger- und Risikoprofil des Interessenten analysiert. Berater können das besser machen als wir. In dem entwickelten Anlageprofil kommen hoffentlich auch Immobilien vor. Dann geht es darum, für den Teil des Vermögens, der in Immobilien investiert wird, die richtige Anlageklasse und das passende Investment zu suchen. Wir stehen mit passenden Angeboten zur Seite.

Wir danken für das Gespräch.

Textfeld:

Kurt Zech | Zech Group: Kurt Zech ist geschäftsführender Gesellschafter der Zech Group GmbH mit Sitz in Bremen. Er wurde 1957 in Bremen geboren, ist verheiratet und hat drei Kinder. Das Unternehmen wurde 1909 gegründet. 1978 übernahm er die Geschäfte in der dritten Generation und entwickelte das kleine Bauunternehmen zur heutigen international tätigen Unternehmensgruppe mit mehr als 6.000 Beschäftigten. Die Zech Group ist in die sechs Sparten Construction, Real Estate, Umwelt, Hotel, Industrie und International gegliedert. Zur Unternehmensgruppe gehören neben der Beteiligung an Art-Invest unter anderem noch die DIH Deutsche Immobilien Holding AG und die DFH Deutsche Fonds Holding AG, die zum 1. Januar 2014 das Private-Funds-Management-Geschäft der IVG Immobilien AG übernommen hat. Im Ausland ist Zech in Brasilien und China tätig.

Jan Dührkoop | Art-Invest Real Estate Funds: Der Ökonom hat an den Universitäten Köln, Witten/Herdecke und Taipeh Wirtschaftswissenschaften studiert. Dührkoop arbeitete als Research Fellow am Institute for the Study of Economic Culture der Boston University und war langjähriger Lehrbeauftragter an der Hochschule Koblenz. Vor seinem Engagement bei Art-

Invest Real Estate Funds war Dührkoop mehr als zehn Jahre bei der IVG Immobilien AG tätig. Dort arbeitete er zuletzt als Director Business Development, verantwortlich für die Entwicklung neuer Anlagevehikel, und als Senior-Fondsmanager, wo er die verschiedenen institutionellen Anlagevehikel und Direktbestände in Deutschland und Luxemburg betreute. Bei Art-Invest Real Estate Funds ist Dührkoop geschäftsführender Gesellschafter und für das Frontoffice der Kapitalanlagegesellschaft verantwortlich.