

## Im Blickfeld

### Arm oder ängstlich?

Können die Deutschen nicht mit Geld umgehen? Laut Europäischer Zentralbank verfügen private Haushalte in Deutschland mit durchschnittlich 51 400 Euro über deutlich weniger Vermögen als etwa italienische oder spanische Privathaushalte mit 163 900 respektive 178 300 Euro. Diese Zahlen sind einerseits innenpolitisch brisant, weil gefragt werden muss, warum der Wohlstand in anderen europäischen Ländern so viel größer ist als hierzulande. Zum anderen wird dem deutschen Steuerzahler schwerer zu erklären sein, warum er für Schulden anderer Euro-Staaten einstehen soll, wenn in diesen Ländern die Steuerzahler offensichtlich deutlich mehr Vermögen ihr eigenen nennen.

Eifrig werden seitdem Relativierungsversuche unternommen. So erkläre sich das geringere Haushaltvermögen in Deutschland mit der im europäischen Vergleich niedrigeren Wohneigentumsquote. Wiederum sei das Immobilienvermögen nicht einheitlich bewertet worden, sondern beruhe auf Selbst einschätzungen der Immobilieneigentümer, die tendenziell höhere Werte annehmen, als am Markt zu diesem Zeitpunkt tatsächlich erzielbar sind. Auch die unterschiedlichen Erhebungszeitpunkte, die mitunter noch vor der Finanzmarktkrise liegen, führten zu Verzerrungen. Sollten diese Erklärungen stimmen, ist damit jedoch die Plausibilität der gesamten Studie infrage zu stellen.

Unstrittig ist jedoch auch, dass die Deutschen in ihren Geldanlagen Risiko – und damit eben auch Renditechancen – geradezu scheuen. Als TNS Infratest im Auftrag des Verbandes der privaten Bausparkassen mehr als 2 000 Bundesbürger fragte, wie sie ihre freien Mittel anlegen, nannten immerhin 55 Prozent Spareinlagen bei der Bank und 42 Prozent das Girokonto. Mit 37 Prozent folgen immerhin schon auf Platz drei die Bausparverträge. Dass dieses Instrument so beliebt ist, deckt sich mit den hohen Geldeingängen bei den Bausparkassen. Allerdings bemühen sich die Institute seit einigen Jahren, Bausparen in erster Linie als Finanzierungsprodukt zu positionieren. So werden inzwischen mehr und mehr Tarife mit nur noch 0,25 Prozent Guthabenzins angeboten. Etwa ebenso häufig wie Bausparen werden

Renten- und Kapitallebensversicherungen als bevorzugte Geldanlage genannt.

Diese hohe Risikoaversion ist angesichts der Sparmotive unverständlich. Denn laut Frühjahrsbefragung des Verbandes der privaten Bausparkassen legen 62 Prozent der Deutschen Geld für die Altersvorsorge zurück. Diese rechtfertigt langfristige Kapitalanlagen mit Renditen oberhalb der Inflationsrate, die derzeit aber nur unter Inkaufnahme höherer Risiken zu realisieren sind. Doch gerade einmal 15 Prozent investieren laut TNS Infratest in Aktien und 21 Prozent in Investmentfonds. Immobilien sieht dagegen nur jeder Vierte als attraktive Geldanlage an. Es besteht hierzulande also durchaus noch Nachholpotenzial. Fehlt den Deutschen dazu nur der Mut, das Vermögen oder vielleicht beides?

L.H.

### Trägerische Sicherheit

Seit einiger Zeit wird kontrovers darüber diskutiert, ob es eine Preisblase am deutschen Immobilienmarkt gibt oder nicht. Die Frage ist jedoch falsch gestellt, denn der deutsche Immobilienmarkt ist nicht homogen, sondern zumindest zweigeteilt: Es gibt erstens die bei institutionellen Investoren und bei Fonds beliebten „Core-Märkte“ in Städten wie Frankfurt am Main, München, Hamburg, Köln oder Berlin. Hier sind die Renditen für alle Nutzungsarten erheblich gesunken, und zwar für Büro- oder Einzelhandelsobjekte ebenso wie für Wohnimmobilien. Daneben gibt es die sogenannten B-Städte oder Mittelstädte, die – so eine jüngst veröffentlichte Studie von Jones Lang Lasalle – deutlich höhere Renditen abwerfen als die Metropolen.

„Core-Objekte“ in „Core-Städten“ versprechen scheinbar Sicherheit, also genau das, wonach heute alle Investoren suchen. Doch diese Sicherheit ist eben eine scheinbare. Sicher fühlen sich die Investoren nur deshalb, weil sie das tun, was alle anderen auch tun – und dies kann ja nicht verkehrt sein. In München beispielsweise sind in wenigen Jahren die Kaufpreise um fast 40 Prozent gestiegen, die Mieten jedoch nur um zwölf Prozent. Der Grund dafür ist, dass die Investoren immer niedrigere Renditen zu akzeptieren bereit sind.

Die Investoren, die dort Immobilien kaufen, sind um Argumente nicht verlegen. Die Warnungen, dass sich dort eine Preisblase aufbauen könnte oder bereits aufgebaut hat, werden ignoriert. Doch nach aller Erfahrung ist es eines der ersten Anzeichen für eine Blasenbildung, dass man allorts kluge Erörterungen darüber hören und lesen kann, warum es angeblich noch keine Preisblase gibt.

Die Preisblase baut sich jedoch nicht deutschlandweit auf, sondern eben in den bei Investoren so beliebten scheinbar „sicheren“ Core-Märkten. Am Beispiel des Wohnimmobilienmarktes kann die Entwicklung verdeutlicht werden: Über viele Jahre wurde der Wohnimmobilienmarkt von deutschen institutionellen Investoren fast vollständig gemieden. Die Wohnimmobilienquote bei den Offenen Immobilienfonds lag und liegt beispielsweise nahe null Prozent. Stattdessen haben sie etwa zwei Drittel ihrer Immobilienanlagen im Bürosegment getätigt.

Das hat sich im Nachhinein als eklatante Fehlentscheidung herausgestellt, denn laut den Zahlen von IPD haben Büroimmobilien in den vergangenen zehn Jahren die mit Abstand schlechteste Performance erzielt – mit den verschmähten Wohnimmobilien konnte dagegen eine mehr als doppelt so hohe Gesamrendite erwirtschaftet werden.

Inzwischen haben die institutionellen Investoren erkannt, dass es falsch war, Wohnungen zu meiden. Fast alle wollen jetzt in Wohnimmobilien investieren, aber fast alle wollen dies in den gleichen Städten und den gleichen Lagen. Da sich auch Family Offices und private Anleger genau um die gleichen Wohnimmobilien in den gleichen Städten und den gleichen Lagen reißen, ist ein dramatischer Renditeverfall die Folge.

Diese Entwicklung wird sich sogar noch verstärken. Laut einer Befragung der Union Investment unter 106 Großanlegern haben deutsche institutionelle Investoren ihre Anleihebestände um 28 Prozentpunkte auf 46 Prozent reduziert und gleichzeitig die Immobilienquote von fünf auf 15 Prozent erhöht. Dieser Trend wird wegen der Situation auf den Anleihemärkten weiter anhalten. Und es wird noch einige Zeit dauern, bis bei den institutionellen Anlegern die Erkenntnis reift, dass es weitaus lukrativer ist, in

den A-Städten außerhalb der „Hot-Spots“ und in sogenannten B-Städten zu investieren, wo es nach wie vor keine Preisblase gibt.

Die Konsequenz kann nur lauten, jetzt nach geeigneten Wohninvestments in den Märkten zu suchen, die (noch) von den meisten privaten und institutionellen Investoren gemieden werden. Wenn diese irgendwann auch diese Märkte entdecken, wird das zu erheblichen Preissteigerungen führen, von denen dann diejenigen profitieren, die früh genug in diese Märkte eingestiegen sind.

*Jacopo Mingazzini,  
Mitglied des Vorstands,  
Estavis AG, Berlin*

## Patrizia: vieles richtig gemacht

Wer über private, insbesondere börsennotierte Wohnungsgesellschaften hierzulande resümiert, kann einiges bespötn, beweinen und bemäkeln, aber auch so manche Erfolgsgeschichte erzählen. Eine davon schreibt seit Jahren die Patrizia Immobilien, deren Vorstandschef Wolfgang Egger immer wieder ein Gespür für das bewiesen hat, was Investoren wünschen.

Als Kapitalanleger vor wenigen Jahren nach einem Zugang zu deutschen Immobilien lechzten, offerierte er sein Unternehmen an der Börse. Als sich transaktionsorientierte Opportunisten mit Bestandshaltung befassen mussten, zeigte sein Haus, wie solides Asset Management geht. Und heute wissen die Augsburger, wie man jene, die händeringend nach rentierlichen Geldanlagen suchen und diese in deutschen Wohnungen vermuten, zu milliarden-schweren Konsortien zusammenführt.

So wurden erst der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW) die Immobilien und jetzt der Bayerischen Landesbank (Bayern-LB) ihre 92-prozentige Beteiligung an der GBW abgenommen. Dabei wird durchaus politischer Instinkt bewiesen. War bei dem Geschäft mit der LBBW noch ein eindrucksvolles Signal gesetzt worden, indem sowohl in- als auch ausländische Investoren ins Boot geholt wurden, so schien das im Falle der GBW nicht opportun. Denn in Bayern herrscht Wahlkampf. Daher war

absehbar, dass die Opposition im bayerischen Landtag die Privatisierung der quasi öffentlichen Wohnungsbestände als Ausverkauf geißeln und in den betroffenen Mietern die Opfer von Wohnungsspekulanten sehen würde. Da hilft auch keine noch so verbindliche Sozialcharta.

Dass die Proteste trotzdem vergleichsweise verhalten ausfielen, zeigt wie richtig es war, diesmal nur deutsche institutionelle Investoren mit tendenziell langfristigem Anlagehorizont anzusprechen. Schließlich wollen weder die Patrizia noch die 27 Konsortialpartner – vorwiegend Versicherungen, Versorgungswerke, aber auch drei Sparkassen – Gegenstand öffentlicher Diskussion und langwieriger politischer Debatten sein.

Welches Vertrauen der Asset Manager unter den Anlegern genießt, lässt sich allein schon daran ablesen, dass die Hälfte der Investoren bereits bei der LBBW-Transaktion mit von der Partie war. Ein weiteres Indiz: Mit 1,7 Milliarden Euro wurde dem Asset Manager doppelt so viel Kapital angedient, wie die GBW-Anteile letztlich netto kosteten. Abzüglich der Schulden wurden die 32 000 bayerischen Wohnungen für 882 Millionen Euro erworben.

Wie bei solchen Transaktionen inzwischen üblich, ist die Patrizia dabei mit ins Risiko gegangen und hat selbst 58 Millionen Euro investiert. Damit sichert sich das Unternehmen neben verlässlichen, langfristigen Erträgen zusätzlich eine Teilhabe am Managementenerfolg. Während sich zahlreiche private Immobiliengesellschaften hierzulande an der Größe ihres Objektbestands messen lassen wollen, demonstriert die Patrizia, dass es letztlich nur darauf ankommt, wie gut Liegenschaftsportfolios gesteuert und betreut werden. Hierbei haben die Augsburger bislang vieles richtig gemacht. L.H.

### Gefunden

„Architektur hat die großen Ideen der Menschheit festgehalten. Nicht nur jedes religiöse Symbol, sondern jeder menschliche Gedanke hat seine Seite in diesem gewaltigen Buch.“

*Victor Hugo*

## Kann der Wohnungsbau nicht mehr rechnen?

In einer der großen Tageszeitungen hieß es kürzlich: Der Immobilienwirtschaft fällt es immer schwerer, den richtigen Endpreis für ihre Objekte festzulegen – ein noch weitgehend unbemerktes Problem. Weil es gar keines ist. Die Diskussion erweckt den Eindruck, dass Bauträger plötzlich nicht mehr kalkulieren könnten. Natürlich können sie nach wie vor rechnen.

Sicherlich: Die Mieten und Kaufpreise steigen, ebenso die Grundstückspreise. Und das Zeitfenster, in dem Projektentwicklungen erfolgen, ist lang – die Zukunft muss also bereits frühzeitig eingepreist werden. Das ist allerdings nicht anders als in der Vergangenheit. Und wie in jeder Branche gibt es auch in der Immobilienwirtschaft Unternehmen, die ihr Handwerk vielleicht etwas besser verstehen als andere. In volatilen Zeiten zeigt sich das eher als in ruhigen Marktphasen.

Kritiker mögen einwerfen, dass Großprojekte wie Stuttgart 21, der Berliner Flughafen BER oder auch die Elbphilharmonie in Hamburg deutlich teurer sind als ursprünglich geplant. Hat also die Immobilienwirtschaft als ausführende Instanz hier nicht offensichtlich falsch kalkuliert? Dass für Großprojekte eigene Gesetze gelten, ist bereits lange vor Stuttgart 21 bekannt gewesen. Schon der Suezkanal hat ein Vielfaches dessen verschlungen, was er hätte kosten sollen. Aber auf Großprojekte bezieht sich die Diskussion ausdrücklich nicht – es geht um den ganz normalen Wohnungsbau. Doch auch für Großprojekte im Wohnungsbau gilt: Ein einzelnes Wohngebäude zu kalkulieren ist etwas gänzlich anderes, als ein komplexes neues Stadtquartier durchzurechnen.

Wir sollten Besseres zu tun haben, als uns mit Phantomproblemen zu beschäftigen. Es drängt die Menschen in die Städte und die Freiflächen für neue Projekte sind längst knapp. Die Revitalisierung von Brachen oder die Umwidmung gewerblicher Flächen zugunsten von Wohnprojekten – das wären Themen, die angegangen werden sollten.

*Uwe Schmitz,  
Vorsitzender des Vorstands,  
Frankonia Eurobau AG, Nettetal*