

Das angelsächsische Kapital steht bereit

Von **Volker Thies** (<mailto:thies@iz.de>) aus Ausgabe **IZ 40-41/2024**

(<https://www.iz.de/service/epaper/2024-10-03/immobilienzeitung>)

Freitag, 04. Oktober 2024

Private Equity. Deutsche Immobilien stehen im Fokus von Private Equity aus den USA und Großbritannien. Guido Lang ist Managing Director Investments bei Tite Street Capital in London und in der Branche erfahren. Er erläutert den Blick von Private Equity auf den hiesigen Markt.

Immobilien Zeitung: Herr Lang, was kann Private Equity, das beispielsweise Banken oder institutionelle Investoren nicht können?

Guido Lang: Private Equity bietet Transaktionssicherheit und kurze, transparente Entscheidungsprozesse. Das ist in volatilen Phasen wieder viel wert. In den vergangenen Jahren, als die deutschen Institutionellen gestützt auf niedrige Zinsen kaufen und die Projektentwickler mit extrem wenig Eigenkapital arbeiten konnten, hat das niemanden interessiert.

IZ: Aber diese Zeiten sind vorbei.

Lang: Stimmt. Die Banken ziehen sich in schwachen Marktphasen zurück oder fahren zumindest den Beleihungsauslauf runter. Da wirken veränderte Regeln der Europäischen Zentralbank mit, sodass Banken nicht mehr wie früher schwierige Marktlagen aussitzen können. Problemkredite müssen wertberichtigt werden und dann entweder mit Eigenkapital unterlegt oder verkauft werden. Dazu kommt der hohe Einlagenzins, der risikolos eine Marge produziert. Mezzaninefonds sind weitgehend inaktiv und laufen auf große Probleme zu. Zugleich müssen Immobilien, auch Core-Assets, Abwertungen hinnehmen. Das kann zum Covenant Breach bei den finanzierenden Banken führen. Wenn dann die Hauptsponsoren dahinter kein weiteres Kapital zuschießen wollen oder können, um die Finanzierung zu retten, und die Bank angesichts der gesunkenen Bewertung auch nicht verkaufen möchte, dann ergibt das Opportunitäten für uns. Wir geben dann die fehlende Summe rein, als B-Note-Finanzierung, als Mezzaninekapital oder als Preferred Equity. Das kostet dann natürlich eine zweistellige Verzinsung.

IZ: Was heißt das genau?

Lang: Eher 15% bis 20% als weniger. Wenn wir die ganze Kapitalstruktur mit einem neuen "Stretched Senior" ablösen, ist es natürlich nominal billiger. Das nimmt dem Sponsor dann zwei Jahre seinen Cashflow weg, aber er erkaufte sich damit die Chance, seine Hauptforderung zu sichern. Dieses Reparieren von Kapitalstrukturen ist derzeit ein riesiges Arbeitsfeld für uns. Und

für den richtigen Deal können wir als Tite Street Capital 150 Mio. Euro bis 200 Mio. Euro einsetzen. In Summe hoffen wir über die nächsten 18 Monate 250 Mio. bis 300 Mio. Euro in Deutschland zu investieren.

IZ: Wie sehr hat derzeit angelsächsisches Private Equity den deutschen Immobilieninvestmentmarkt im Blick?

Lang: Deutschland steht sehr stark im Fokus von US-amerikanischem und britischem Private Equity. Das ist auch nicht neu: Nach der Weltfinanzkrise 2007/2008 haben diese Akteure schon einmal durchgespielt, insbesondere im Wohnimmobilienmarkt. So sind etwa die Vorläufer von Vonovia entstanden.

IZ: Wie bewertet die Branche heute den deutschen Wohnungsmarkt?

Lang: Wenn ich mit angelsächsischen Investoren rede, dann hat es zwar noch keine größeren Abschlüsse gegeben, aber alle schauen auf den deutschen Wohnungsmarkt. Weil das beim letzten Mal so gut geklappt hat, weil deutsche Wohnungen als stabile Assets gelten und weil börsennotierte Bestandhalter, aber auch Multi-Family-Offices durch den Anstieg der Zinsen ihre Schulden nur noch schwer bedienen können und verkaufen müssen. Zudem wird Bestand zu sehr niedrigen Preisen gehandelt, zum Teil 50% unter Neubaukosten. Man könnte diese Wohnungen heute einfach nicht mehr zu diesem Preis bauen. Da kommen aktuell viele Portfolios auf den Markt und für diese steht Kapital bereit.

IZ: Auf die niedrigen Preise muss man aber die absehbar nötigen Investitionen zur Energiesanierung aufschlagen.

Lang: Diese Investitionskosten sind ein Thema. Ich denke, sie sind mit ein Punkt, warum es bislang trotz des großen Interesses noch nicht zu Transaktionen gekommen ist. Die werden aber im vierten Quartal 2024 oder spätestens im ersten 2025 erfolgen. Private Equity ist schlauer geworden. Anders als im letzten Zyklus wird Voraussagen nicht mehr vertraut, dass nach der Sanierung eines Plattenbaus die Mieten verdoppelt werden könnten. Heute stehen bessere Bestände im Blick, in denen mit sinnvollen Investitionen der Leerstand reduziert oder der Energiezustand so weit optimiert werden kann, dass das Asset im Exit liquider wird. Das natürlich eher im Außenbereich großer Städte als in Gebieten mit Problemen in der Wirtschafts- und Bevölkerungsentwicklung. Die Auswahl von lokalen Partnern mit entsprechender Expertise ist ein wichtiger Teil des Investmentprozesses.

IZ: Gibt es weitere Hindernisse für mehr Abschlüsse?

Lang: Auch die Preise der Verkäufer sind mit Blick auf die immer noch hohen Zinsen für die Refinanzierung noch nicht da, wo sie für die Bedürfnisse von Private Equity für Equity-Kapital sein müssen. Vielleicht ist der Verkaufsdruck noch nicht groß genug. Aber der wird kommen, spätestens wenn sie in ein paar Monaten merken, dass auf der Käuferseite außer Private Equity einfach nicht viele andere da sind.

IZ: Wie sieht es mit Büros in Deutschland aus?

Lang: Da hat sich die Stimmung in den letzten drei Monaten angefangen zu drehen. Wir kamen von 250 km/h auf der Überholspur zum Stau mit mehreren Auffahrunfällen. Und jetzt sind wir so weit, dass zumindest die Standspur wieder freigegeben wird. Soll heißen: Für Gewinnerassets findet sich wieder Liquidität, sowohl auf der Finanzierungs- als auch auf der Kapitalseite. Aber das

ist begleitet von einer starken Aufteilung des Markts in Gewinner- und Verliererassets. Die Gewinner sind nach unserer Einschätzung Büroimmobilien, die vielleicht Platz für etwas weniger Mitarbeiter bieten, Stichwort Homeoffice, dafür aber eine deutlich bessere Lage und somit eine höhere Anziehungskraft für Talente vorweisen. Die Top-Lagen der Städte werden enger. Das sehen wir nicht nur in Deutschland. Dazu kommen die größere Bedeutung einer attraktiven Ausstattung mit Zusatznutzen für die Mitarbeiter und die ESG-Kriterien. Beides lässt sich in Neubauten einfacher umsetzen als im Bestand. Diese Überlegungen stehen auch hinter unserem Einstieg in das Projekt Canyon in Frankfurt. Ich kenne auch Gesprächspartner aus dem Private Equity, die sich wieder für spekulative, attraktive Büroentwicklungen in Deutschland interessieren und damit für 8% Rendite einen Baubeginn bei 30% oder 40% Vorvermietung ermöglichen und nicht bei 50% oder 60%, die deutsche Banken wollen.

IZ: Steht nur Deutschland im Fokus oder auch andere europäische Büromärkte?

Lang: Zinsen und Homeoffice sind natürlich überall Themen. In Deutschland kommen Besonderheiten hinzu. Es gibt hier vergleichsweise viele Banken, die in Konkurrenz stehen. Das hat in den vergangenen Jahren zu Finanzierungen mit besonders hohen Beleihungsausläufen zu sehr niedrigen Zinsen geführt. Dadurch ist nach der Zinswende die Not in Deutschland – und kurz dahinter in Frankreich – größer als anderswo. Auch ist die Struktur der Investoren und der Finanzierer bei vielen Büroimmobilien in Deutschland so, dass sie sich schwerer als andernorts über eine Restrukturierung einig werden. Da bietet sich Private Equity als Problemlösungskapital an, um eine Insolvenz zu vermeiden.

IZ: Welche Form des Einstiegs in ein Projekt oder Objekt wird bevorzugt?

Lang: Lange Zeit stand der Einstieg ins Eigenkapital im Blickpunkt. Heute leidet die Branche, wie alle anderen, darunter, dass der Return von Eigenkapitalinvestments auf Basis der sich bewegenden Zinskurve sehr schwer zu kalkulieren ist. Deshalb geben derzeit fast alle Private-Equity-Fonds lieber großvolumige Loans aus, auch wenn sie dafür vielleicht nur 10% bis 15% Rendite nehmen statt der 20% bis 25%, die mit Eigenkapital möglich wären. Allerdings habe ich noch nicht viele solcher Darlehen als Abschlüsse gesehen, auch weil zu diesen Zinsen bei einer vielleicht zweijährigen Brückenfinanzierung die angestrebten Money Multiples von 1,5x und mehr nicht zu erreichen sind.

IZ: Wie kommt dieses Geschäftsmodell bei den Bestandsinvestoren an?

Lang: Natürlich gibt niemand gerne seinen Cashflow auf für die Renditen, die Private Equity benötigt. Aber die Alternative wäre möglicherweise, das Asset zu verlieren. Dabei geht es für uns nicht darum, gute Assets oder Loans pauschal zu 50% Discount zu kaufen. Das ist vielleicht die Traumwelt einiger Mitbewerber. Unser Geschäftsmodell ist es, Liquidität zur Verfügung zu stellen, aber auch in die Strukturen hineinzuschauen und dort Probleme zu beheben. Wir helfen guten Assets mit schlechten Bilanzen über schwierige Zeiten hinweg.

IZ: Herr Lang, vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Volker Thies.