

Immobilieninvestments am Zuckerhut

Von Kerstin Bendix

Die Globalisierung ist in den Immobilienportfolios deutscher institutioneller Investoren weithin noch nicht angekommen. Dabei schlummern außerhalb der Landesgrenzen interessante Renditepotenziale. In Brasilien lassen sich mit erstklassigen Büroimmobilien neun Prozent Rendite erzielen – zugegeben, nicht ohne Risiko. Die Gothaer und die R+V haben sich bereits getraut und sich einen Erfahrungsschatz in Lateinamerika aufgebaut.

Am 16. Juni um 18 Uhr wird es für Jogi und seine Jungs ernst. Die deutsche Nationalmannschaft tritt dann zu ihrem ersten Spiel der diesjährigen Weltmeisterschaft gegen Portugal an. Ob sich der Ausflug an den Zuckerhut lohnt und auf dem Deutschland-Trikot schon bald ein vierter Stern platziert werden muss, wird sich spätestens am 13. Juli zeigen, wenn das Finale in Rio de Janeiro steigt. Die Quoten liegen je nach Wettanbieter zwischen 1 zu 5,5 und 1 zu 6,5. Nur Argentinien und Brasilien werden höher gehandelt als Deutschland.

Die Fußballverrückten Brasilianer haben in den vergangenen Monaten jedoch nur wenig Euphorie für das anstehende Großereignis in ihrem Land gezeigt. Dass die WM-Stadien mit Gesamtkosten von rund 3,7 Milliarden Dollar mehr als dreimal so teuer geworden sind als ursprünglich veranschlagt, sorgte für reichlich Unmut. Es kam zu den größten Massenprotesten seit rund 20 Jahren. Doch die Bevölkerung ist nicht nur über teure Stadien und korrupte Politiker wütend – sie leidet auch unter der stagnierenden Wirtschaft. 2013 betrug das BIP-Wachstum 2,2 Prozent, was auch auf Investorenmehrheit für Unmut sorgte. Viele Anleger zogen ihr Geld ab; laut Brasiliens Notenbank waren es 2013 umgerechnet rund 12,5 Milliarden Euro. Für das laufende

und das nächste Jahr rechnen die Analysten von DB Research mit einer weiteren Verlangsamung des Wachstumstempos auf 1,9 beziehungsweise 1,7 Prozent.

Als wesentliche Treiber machen die Researcher der Deutschen Bank den hohen Verschuldungsgrad der privaten Haushalte aus, der inzwischen nahe 45 Prozent liegt und auf das Konsumverhalten drückt. Erschwerend hinzu kommt die hohe Inflation von über sechs Prozent und die hohen Zinssätze. Anfang April wurde der Leitzins auf elf Prozent angehoben. „Die vermehrten staatlichen Eingriffe haben das Vertrauen seitens der Wirtschaft untergraben, und die Wahlen im Oktober 2014 werden für weitere Unsicherheit über die künftigen makroökonomischen Maßnahmen sorgen“, schreiben die Analysten von Cushman & Wakefield in ihrem „International Investment Atlas 2014“. Der Vertrauensverlust spiegelt sich auch im Immobilienmarkt wider. Im vergangenen Jahr brach die Investmentaktivität um 75 Prozent auf knapp eine Milliarde Euro ein. „Trotz des schwachen kurzfristigen Ausblicks für die Wirtschaft bietet der brasilianische Immobilienmarkt noch immer signifikante Opportunitäten für Investoren mit einem langfristigen Blick“, zeigen sich die Analysten von Cushman & Wakefield dennoch optimistisch.

Auch Michael Legnaro, Geschäftsführer von Agora Invest, glaubt langfristig an die Wachstumsstory Brasiliens. Indirekt sei diese durch die beiden Großereignisse – WM und Olympia – getrieben. „Der Staat hat um die beiden Events herum große Infrastrukturmaßnahmen angestoßen. Es werden Straßen gebaut, Flughäfen erweitert und Hafenanlagen ausgebaut. Das führt kurzfristig zu einem Anwachsen des Staatsdefizits und zu Abwertungen seitens der Rating-Agenturen. Das

Die Investmentaktivität in Brasiliens Immobilienmarkt brach 2013 um 75 Prozent ein.

Rund 1,03 Milliarden Euro wurden 2013 in den Immobilienmarkt investiert.

ist insgesamt belastend, schafft aber eine positive Zukunftsperspektive“, so Legnaro. Mit einer Staatsverschuldung von etwa 60 Prozent und einer Arbeitslosenquote von 5,4 Prozent steht Brasilien besser da als Deutschland. Positive Impulse für den Immobilienmarkt kommen nach Ansicht von Legnaro zudem aus der immer größer werdenden Mittelschicht: „Diese Bevölkerungsschicht will keine kleinen Zweiraumwohnungen, sondern moderne Drei- bis Vier-Zimmer-Apartments. Das führt zu einer steigenden Nachfrage nach adäquatem Wohnraum.“ Seine positive Einschätzung zu Brasilien manifestiert sich in einem Produkt, das Agora Invest als Placement Agent für Charlemagne Capital in Deutschland vertreibt. Anfang dieses Jahres hat der britische Manager einen Sicav-Sif in Luxemburg aufgesetzt, der in brasilianische Wohnprojektentwicklung investiert und eine Laufzeit von 7+2 Jahren hat. Innerhalb dieses Zeitraums soll das Portfolio zweimal gedreht werden. Die angepeilten Renditen klingen verlockend. Auf Projektseite sei eine Internal Rate of Return (IRR) zwischen 15 und 25 Prozent zu erzielen. Nach Ansicht von Legnaro ist dies eine angemessene Kompensation für das eingegangene Risiko. Für Investoren, die nach einem jährlich laufenden Cashflow suchen, ist der Fonds allerdings nichts. Bis es zu Rückflüssen kommt, ist Geduld gefragt. Im Schnitt liegt die Projektlaufzeit bei 36 Monaten.

Unfertige WM-Stadien sind kein Schreckgespenst

Mit Blick auf die extremen Verzögerungen beim Bau einiger WM-Stadien – noch nicht alle waren zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses fertig – stellt sich die Frage, wie realistisch Zeitpläne von Projektentwicklern in Brasilien sind. „Es gibt fundamentale Unterschiede zwischen dem Bau eines Stadions und Wohnraum. Das eine ist durch soziale Gründe getrieben, das andere durch Profit“, erläutert Michael Russell von Charlemagne Capital. „Wir suchen im Allgemeinen vorrangige Renditen, wenn möglich sogar einen vorrangigen Return-on-Equity. Es liegt also im Interesse unserer Partner, die Projektentwicklung so schnell wie möglich abzuschließen. Denn je früher er uns auszahlt, desto eher verdient er“, fügt er hinzu. Nichtsdestotrotz ist das Baurisiko einer der wesentlichen Risikofaktoren in dem Fonds. Der zweite ist das Verkaufsrisiko. Um dieses etwas abzufedern, steigt Charlemagne Capital erst ab einer bestimmten Abverkaufsquote in ein Projekt ein. „Normalerweise fängt der Projektentwickler vor dem ersten Spatenstich mit dem Vorverkauf der Apartments an. Wir investieren während dieser Preselling-Phase. Bevor der Bau beginnt, sind bereits 20 bis 30 Prozent der Apartments verkauft“, so Russell. Ein nicht unbedeutendes Restrisiko bleibt dennoch, insbesondere mit Blick auf die zuletzt deutlich gestiegenen Häuserpreise.

In keinem anderen Land der Welt sind die Immobilienpreise in den vergangenen fünf Jahren so stark gestiegen wie in Brasilien. Laut einer Studie der Bank für internationalen Zahlungsausgleich gingen diese um gut 122 Prozent nach oben. Robert Shiller warnte bereits im vergangenen Jahr vor einer möglichen Immobilienblase. Wie die Financial Times berichtete, fühlte sich der US-Ökonom während seiner Brasilienreise an die USA 2005 erinnert. Auch Russell weiß um die stark gestiegenen Häuserpreise. Diese seien aber hauptsächlich in São Paulo und Rio nach oben geschossen, andere Städte seien dem Trend gefolgt, aber mit weitem Abstand. Außerdem habe sich der Markt inzwischen abgekühlt. „In den letzten drei Monaten betrug der monatliche Anstieg nur noch 0,7 Prozent. Die Häuserpreise sind immer noch gestiegen, haben aber begonnen, sich abzukühlen“, so Russell. Gegen eine Blase spreche auch der Hypothekenmarkt, der nach wie vor in seinen Kinderschuhen stecke. „Der Hypothekenmarkt präsentierte im Februar 8,4 Prozent des brasilianischen GDP. In Deutschland liegt der Markt bei ungefähr 45 Prozent“, veranschaulicht er.



Michael Russell, Charlemagne Capital
Verzögerungen beim Bau der WM-Stadien sind kein schlechtes Omen für Wohnprojektentwicklungen.

Von São Paulo und Rio de Janeiro lässt Charlemagne Capital die Finger, der Blick richtet sich gen Nordosten. „Wir glauben, dass diese Region in der Vergangenheit dem Südosten inklusive Rio und São Paulo hinterherhinkte, nun aber beginnt aufzuholen. Die Regierung hat viel Geld in Infrastrukturprojekte investiert. Und wir wissen, dass es im Nordosten, einer Region mit der zweithöchsten Bevölkerungszahl im ganzen Land, die zweithöchste Unterversorgung an Wohnraum in Brasilien gibt“, so Russell. Die jüngsten Konjunkturzahlen bestätigen ihn: Mit einem BIP-Wachstum von 4,5 Prozent ist der Nordosten, in dem 53 Millionen Menschen leben, zuletzt schneller gewachsen als Brasilien insgesamt. Um das Risiko und die Investments zu diversifizieren, nimmt sein Fonds mehrere Millionenstädte ins Visier: Maceio, Natal, Recife, Salvador und Fortaleza. In Salvador und Maceio hat Charlemagne Capital bereits Erfahrung mit Projektentwicklungen gesammelt. „Wir haben diese beiden Projekte gemacht, um das Wasser zu testen und zu sehen, wie die Märkte ticken“, erklärt Russell. Der Test verlief zufriedenstellend. „Das Projekt in Salvador ist zu 100 Prozent vorverkauft und bereits zu 60 Prozent gebaut. Die

In São Paulo gibt es derzeit 3,6 Millionen Quadratmeter an Bürofläche.

Die Leerstandsquote in São Paulos Büromarkt beträgt 18,4 Prozent.

Rendite des Projektes liegt bei rund 25 Prozent IRR für 3,5 Jahre Investment“, fügt er hinzu. Der Aufbau eines Bestandsportfolios ist nicht angedacht. Das hat einen einfachen Grund. „Südamerika ist mit Südeuropa vergleichbar, es geht um Eigentumsbildung. Der kleinere Teil des Marktes sind Mietwohnungen“, erläutert Legnaro. Ihm ist bewusst, dass der Fonds niemals ein Standardinvestment für institutionelle Investoren in Deutschland sein wird: „Es wird immer nur eine intelligente Beimischung zum Gesamtportfolio sein, um die Duration zu verkürzen und einen entsprechenden Mehrertrag zu erzielen.“ Auf Investorenseite sei aber eine gewisse Offenheit für das Thema zu beobachten. „Brasilien ist einer der größten Emerging Markets und hat sich bereits etabliert, insbesondere auf der Aktienseite. Investoren sind bereit, auch über Real Estate in diesen Ländern nachzudenken“, berichtet Legnaro.

Mehr als nur Nachdenken


Über das reine Nachdenken ist die Gothaer bereits hinaus. Seit 2008 ist die Versicherung in Brasilien investiert. Es handelt sich um eine gemischte Strategie, wobei der Hauptfokus auf Büros liegt. „Als wir 2008 nach Brasilien gegangen sind, haben wir eine opportunistische Strategie gewählt, weil es damals nur wenige Bestandsobjekte und Investmentstrategien gab, so wie man sie sich als deutscher Investor vorstellt“, erläutert Ingo Bofinger, Head of Real Estate bei der Gothaer. „Die Märkte in Lateinamerika sind noch relativ jung. Inzwischen kann man in den Hauptstandorten in Bestandsobjekte investieren, man muss aber auch dort immer noch Hand anlegen“, fügt er hinzu. Die Aussichten Brasiliens hält er mittelfristig für gut. „Man darf nicht vergessen, dass São Paulo einer der größten deutschen Wirtschaftsstandorte ist. Rund 1.400 deutsche Firmen sind dort angesiedelt“, so Bofinger. Brasilien macht rund 0,5 Prozent des Immobilienportfolios der Gothaer aus, Lateinamerika insgesamt 4,5 Prozent.

Über einen gewissen Erfahrungsschatz in Lateinamerika verfügt auch die R+V. „Wir haben in Lateinamerika investiert, in Teilen aber bereits wieder desinvestiert. Jeder sollte sich selbst ein Bild machen. Gerade Brasilien hat ein großes Potenzial“, erklärt Markus Königstein, Leiter Immobilien und Infrastruktur bei der R+V. Persönlich glaubt er jedoch, dass die nächsten Jahre eher ein schwieriges Marktumfeld für Immobilieninvestitionen werden: „Es gab ein gutes Fenster für Verkäufe über sogenannte Fundos. Dieses ist meines Erachtens zunächst geschlossen. Chancen in Teilsegmenten ergeben sich dort trotzdem allemal. Allein in Rio de Janeiro werden fünf Millionen Quadratmetern Land am Hafen entwickelt.“

Optimistisch bezüglich der Zukunftsperspektive von Brasilien zeigt sich auch der Münchner Immobilienmanager GLL Partners. „Auch wenn das Wachstum zuletzt nicht so gut war wie erwartet und die Aussichten kurzfristig nicht allzu rosig sind, glauben wir langfristig an den Markt. Es gibt viele Gründe, die für Brasilien sprechen, wie der Rohstoffreichtum und die Demografie“, erklärt Christian Göbel, Executive Vice President, zuständig für die Aktivitäten von GLL Real Estate Partners im Osten der USA sowie für das Transaktionsgeschäft innerhalb von Lateinamerika. Der Münchner Immobilienmanager ist bereits seit 2007 in Lateinamerika investiert und hat im vergangenen Jahr einen entsprechenden Fonds für institutionelle Investoren aufgelegt, in dem neben Immobilien aus Chile, Kolumbien, Mexiko und Peru auch Brasilien beigemischt werden soll. Der Fokus liegt auf dem Bürosektor. „Wir wollen unser Konzept, das wir in Europa und den USA verfolgen, nach Lateinamerika exportieren. Das heißt, in Bestandsobjekte mit bester Lage und besten Mietern investieren. Wir sind im Bereich Core und Core Plus mit stabilen Cashflows unterwegs, weil unsere Investoren genau das von uns erwarten“, führt er aus. Da es sich bei Brasilien und Lateinamerika insgesamt um recht junge Märkte handelt, sei dabei allerdings eine gewisse Kreativität gefragt. „Viele einheimische Investoren haben von Projektentwicklern leerstehende Gebäude gekauft. Das macht es für ausländische Investoren schwer, die nur voll vermietete Objekte kaufen“, berichtet Göbel. Aus diesem Grund schließt GLL Partners in Lateinamerika auch Forward Deals mit Projektentwicklern ab. „Das ist kein klassisches Core. Aber durch die Art der Verträge mit einer Mindestvermietung wird es an Core herangeführt. Für uns muss das Endprodukt Core sein. In der ersten Phase nehmen wir durchaus etwas Risiko in Kauf, solange sich das Objekt in bester Lage befindet“, erläutert der GLL-Mann.

Nachholbedarf bei Class-A-Büroobjekten

In diesem Jahr werden sich neue Investmentmöglichkeiten in Brasiliens Bürosektor ergeben. Diesen Schluss lässt zumindest ein entsprechender Marktbericht von Jones Lang Lasalle (JLL) zu. Laut diesem werden in Rio de Janeiro 2014 voraussichtlich 158.000 Quadratmeter an neuen Büroflächen auf den Markt kommen. In São Paulo wird bis 2015 mit der Fertigstellung von einer Million Quadratmetern gerechnet. Ein Blick auf das Vorjahr mahnt jedoch zur Vorsicht. Das Angebot hat die Nachfrage bereits eingeholt. In Rio de Janeiro wurden 2013 gut 175.000 Quadratmetern vollendet, die Nettoabsorption betrug 140.000 Quadratmeter. Dieses Ungleichgewicht spiegelt sich in der gestiegenen Leerstandsquote wider, die inzwischen 14,6 Prozent beträgt, nachdem es 2009 noch unter fünf Prozent waren. Noch



Rio de Janeiro hat 1,6 Millionen Quadratmeter Bürofläche, 14,6 Prozent stehen leer.

Die Mietpreise für Class-A-Büros fielen in Rio innerhalb eines Jahres um 20 Prozent.

höher ist die Quote in São Paulo. Laut JLL stehen 18,6 Prozent der erstklassigen Büroräume leer, Tendenz weiter steigend. Auch auf die Mietpreise hat sich dies ausgewirkt. Für Class-A-Büroobjekte sind die Preise in Rio de Janeiro innerhalb eines Jahres um 20 Prozent auf 30 bis 120 Dollar pro Quadratmeter gefallen, in São Paulo um 25 Prozent auf 35 bis 91 Dollar. „Es stimmt, dass die Nettoabsorption zuletzt etwas auseinander gedriftet ist, bei der Bruttoabsorption ist jedoch genügend Potenzial vorhanden. Es gibt einen großen Nachholbedarf bei Class-A-Büro, wenn ein Unternehmen von A nach B in eine qualitativ höherwertigere Fläche zieht“, ist Paul Pontzen, Fondsmanager bei GLL Partners, überzeugt. Anhand eines Vergleichs mit Bayerns Landeshauptstadt veranschaulicht sein Kollege Göbel den Nachholbedarf: „München hat 1,1 Millionen Einwohner und zwölf Millionen Quadratmeter Bürofläche. In São Paulo leben offiziell rund 20 Millionen Menschen, an erstklassiger Bürofläche gibt es jedoch nur zwischen zwei und vier Millionen Quadratmeter.“ Allerdings weiß er auch: „Man muss natürlich aufpassen, wann man in die Märkte investiert und dass man nicht auf Objekte an falschen Standorten setzt.“ Hat man ein gutes Händchen bei der Standortwahl bewiesen, bietet der brasilianische Büromarkt interessante Renditechancen. Laut dem International Investment Atlas von Cushman & Wakefield liegen die Renditen für Büroimmobilien im Prime-Sektor bei neun Prozent.

Nur in Real oder gar nicht

Für ihre lateinamerikanischen Büroimmobilien sucht GLL Partners Mieter mit bester Bonität, vorzugsweise internationale Adressen, die möglichst langfristige Mietverträge abschließen. Langfristig bedeutet in Lateinamerika allerdings etwas anderes als in Europa. In der Regel laufen Mietverträge fünf Jahre. Ein Problem sieht Pontzen darin aber nicht: „In vielen Städten Lateinamerikas ist es üblich, dass der Mieter die Ausbauten tätigt. Angesichts dessen kann man davon ausgehen, dass dieser nicht so schnell auszieht. In Europa ist es genau umgekehrt. Der Vermieter tätigt die Ausbauten, verlangt dafür aber längere Mietverträge. Das Ergebnis ist oft das Gleiche.“

Problematischer ist hingegen, dass Mietverträge in Brasilien in lokaler Währung abgeschlossen werden. Natürlich ist Brasilien nicht das einzige Land auf dem Kontinent, in dem die Mieten in heimischer Währung bezahlt werden, das gilt auch für Kolumbien und Chile. „Das ist grundsätzlich kein Nachteil, allerdings ist Brasilien ein spezieller Fall. Denn zum einen ist die Finanzierung sehr schwer möglich und zum anderen der Währungshedge sehr teuer“, erklärt Göbel. Aus diesem Grund will GLL Partners bei brasilianischen Büroimmobilien

mit 100 Prozent Eigenkapital arbeiten. „Da wir in unserem Fonds auch in anderen Ländern unterwegs sind, ist das Real-Exposure begrenzt“, erläutert Göbel. „In Märkten, in denen man einen natürlichen Hedge vornehmen kann, finanzieren wir uns über die lokalen Märkte“, fügt er hinzu. Eine ähnliche Vorgehensweise hat auch die Gothaer Versicherung gewählt. „Ein Hedge ist in Brasilien wirtschaftlich nicht sinnvoll. Es empfiehlt sich deshalb, keine reine Brasilienstrategie zu fahren. Wir bauen Brasilien vorsichtig auf und betten es in den Gesamtkontext ‚Lateinamerika‘ ein“, so Bofinger. Allzu große Sorgen bereitet ihm das Währungsrisiko, das sich aus dem Real ergibt, nicht: „Wir haben derzeit nur ein Investment in Brasilien, das macht von unserem gesamtem Portfolio nur etwa 0,5 Prozent aus. Das Währungsrisiko ist vor diesem Hintergrund vertretbar.“

Deutlich kritischer sieht Union Investment das Währungsrisiko, das mit Investments in Brasilien verbunden ist. „Fakt ist, dass Mietverträge in Real abgeschlossen werden, und der ist sehr volatil. Wir



Christian Göbel, GLL Real Estate Partners
In Brasilien ist die Finanzierung sehr schwer möglich und der Währungshedge sehr teuer.

hedgen unseren Eigenkapitalanteil, doch das ist in Brasilien sehr teuer“, erläutert Martin Brühl, Leiter Investment International bei Union Investments. Einen kritischen Punkt sieht er auch in den hohen Finanzierungskosten: „Wir arbeiten mit 50 Prozent Fremdkapital, in Brasilien betragen die Finanzierungskosten derzeit um die sechs Prozent. Das ist uns zu hoch.“ Aufgrund dessen steht Brasilien bei Union Investment derzeit nur unter Beobachtung und gehört nicht zum Investmentfokus. „Mexiko ist für uns derzeit viel interessanter, dort sind wir bereits mit rund 400 Millionen Euro investiert. Der Vorteil ist, dass man die Mietverträge in Dollar abschließt. Das ist billiger, um das Eigenkapital zu hedgen“, führt er aus. Der mexikanische Büromarkt bietet ebenfalls interessante Renditechancen. Laut Cushman & Wakefield liegen die Renditen im Prime-Sektor bei 10,75 Prozent und damit 175 Basispunkte über denen für brasilianische Büroobjekte. Bei Anbietern von Fußballwetten ist der Spread zwischen Mexiko und Brasilien noch größer. Wird Mexiko Weltmeister, wird aus einem eingesetzten Euro je nach Wettanbieter zwischen 125 und 150 Euro. Wer auf Brasilien setzt, dem winken nur zwischen vier und fünf Euro.

Die Mietpreise für Class-A-Büros fielen in São Paulo um mehr als 25 Prozent.

Die Renditen für Class-A-Büroimmobilien in Brasilien liegen bei neun Prozent.