


 Titel

Mordie



Der börsennotierte Immobiliensektor ist besonders hart von der Finanz- und Wirtschaftskrise getroffen. Und doch könnte gerade der REIT einen Ausweg bieten. Fünf Thesen zu den Perspektiven einer Branche.

Wer für die Attraktivität des Instruments REIT im Besonderen und der Immobilienaktie im Allgemeinen wirbt, braucht aktuell ein gehöriges Maß an Frustrationstoleranz. Zu groß die Differenz zwischen der erwarteten Zahl börsennotierter REITs („mehrere Dutzend“) und der tatsächlichen (2). Zu dramatisch der Kursverlust der meisten Immobilienaktien in den vergangenen zwei Jahren (60 Prozent und mehr). Zu vage die Aussichten auf eine Verbesserung der Lage.

Droht die Asset-Klasse REIT hierzulande zu scheitern und mit ihr die Immobilienaktie wieder in das Schattendasein zu geraten, das sie über Jahrzehnte fristete? Waren die fetten Jahre 2004 bis 2007 mit steigenden Kursen und einer Vielzahl von Börsengängen nur eine Episode? Eine historische Ausnahme? Ein Boom, der mehr auf den inter-

essengeleiteten Fantasien von Investmentbankern beruhte, als auf harten Fakten?

Auf den ersten Blick mag manches dafür sprechen. Wer sich die Situation jedoch genauer anschaut, entdeckt am REIT-Horizont einige Silberstreifen. Möglicherweise wird sich mancher im Nachhinein als trügerisch erweisen – aus heutiger Sicht ergeben sich aber trotzdem fünf Gründe, die für REITs und die Immobilienaktie Hoffnung auf bessere Zeiten machen.

1. Der Weltuntergang fand nicht statt

Als der Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008 das Weltfinanzsystem an den Abgrund brachte, hatte die börsennotierte Immobilienwirtschaft bereits Erfahrung mit dem Thema Krise. Bereits seit Mitte 2007

enluft?

befanden sich die Kurse im freien Fall und die Zweifel an der Nachhaltigkeit so manchen Geschäftsmodells wurden lauter. Unaufhaltsam erodierende Immobilienwerte drückten die Ergebnisse vieler Gesellschaften in den tiefroten Bereich und brachten die Bilanzrelationen gehörig durcheinander.

Als Folgen des Lehman-Debakels kam dann noch hinzu, dass die Kreditmärkte in Schockstarre verfielen. Angesichts dieser Rahmenbedingungen schien es nur eine Frage der Zeit, bis die erste Pleitewelle über die Immobilien-AGs hereinbräche.

Entsprechend verschoben sich die Kriterien, mit denen Analysten und Investoren auf Immobilienaktien blickten. „Anfang des Jahres ging es fast ausschließlich um Bilanzkennzahlen und Verschuldungsquoten“, berichtet Analyst Kai Klose, der für die Berenberg Bank die Entwicklung europäischer Immobilienwerte beobachtet. Eigenkapitalquoten von 30 Prozent und weniger, mit denen viele Gesellschaften operieren, waren nicht mehr Ausdruck einer „optimierten Finanzierungsstruktur“,

sondern standen nun in erster Linie für Instabilität und ein gesteigertes Insolvenzrisiko.

„Anfang des Jahres ging es fast ausschließlich um Bilanzkennzahlen und Verschuldungsquoten.“

Kai Klose, Berenberg Bank

Heute zeigt sich, dass sich die schlimmsten Horrorvisionen in Deutschland bisher nicht bestätigt haben. Zwar musste die Kölner Vivacon akute Liquiditätsprobleme einräumen. Ansonsten scheinen die Unternehmen aber zumindest noch so weit Herr der Lage zu sein, dass sie notwendige Restrukturierungen selbst angehen können. Der Weg führt bei den meisten über den Verkauf von Objekten und/oder die Aufgabe risikoreicher und kapitalintensiver Geschäftsfelder wie die Projektentwicklung. „Insgesamt sind die Gesellschaften gut durch das erste Halbjahr gekommen“, so

>>

>> Frank Neumann vom Bankhaus Lampe in einem Gespräch mit der Frankfurter Allgemeinen Zeitung.

Ein wichtiger Grund, dass ihnen dies gelungen ist, dürfte darin liegen, dass sich die finanzierenden Banken bei laufenden Engagements bisher flexibel zeigen. Selbst wenn vertraglich fixierte Kennzahlen wie das Verhältnis von Darlehenssumme zum Immobilienwert (Loan-to-Value, LTV) das vereinbarte Maß übersteigen, droht dem Schuldner kein großes Ungemach. Solange der Kapitaldienst einigermaßen vertragsgemäß geleistet wird. Angesichts der massiven eigenen Probleme dürften nur die wenigsten Institute ein Interesse daran haben, Kredite fällig zu stellen und im Zweifel weitere Abschreibungen schultern zu müssen.

2. Der Anlagebedarf von Investoren ist nach wie vor hoch

Immobilien sind als Anlagegut gefragt. Institutionelle Investoren aus Deutschland haben nach einer Erhebung von F&E EuroRating Services den Immobilienanteil in ihrem Portfolio von 6,1 Prozent im Jahr 2004 auf über 7,0 Prozent im vergangenen Jahr gesteigert. Bis 2011 sollen es demnach 7,5 Prozent werden.

Zu einem ähnlichen Ergebnis kamen die Immobilienexperten von Ernst & Young Real Estate bei einer Befragung deutscher Versicherungen. Bei den Assekuranzen seien einfache und nachvollziehbare Produkte gefragt, so Dietmar Fischer, Partner bei E&Y Real Estate, Anfang August bei der Präsentation der Erkenntnisse. Im Mittelpunkt des Interesses stehen Objekte aus dem Core-Segment, die langfristig stabile Cashflows versprechen.

Einfache Strukturen und Fokus auf Objekte mit stabilen Cashflows sind Wesensmerkmale von Real Estate Investment Trusts. Ein entsprechendes Angebot vorausgesetzt, könnten REITs also für institutionelle Investoren durchaus zum bevorzugten Instrument werden. Zumal Anlagen in REITs im Portfolio deutscher Versicherungen dem Immobilienbesitz zugerechnet werden und nicht etwa der Aktienquote.

Zwar sieht E&Y-Experte Fischer auf Produktebene eher den deutschen Immobilien-Spezialfonds im Aufwind. Die Resonanz auf die Kapitalerhöhungen von Immobilien-AGs und REITs im In- und Ausland (siehe auch Punkt 3) lässt aber zumindest darauf hoffen, dass Investoren die Immobilienaktie noch nicht vollständig abgeschrieben haben. „In Großbritannien gab es seit Jahresbeginn mehrere Kapitalerhöhungen von Branchengrößen wie Land Securities oder British Land“, berichtet Analyst Klose. „Die Transaktionen liefen relativ glatt durch. Das war nicht unbedingt zu erwarten, weil es Kapi-

talerhöhungen zur Rekapitalisierung waren mit einem hohen Abschlag zum Net Asset Value, und die einen deutlichen Verwässerungseffekt hatten.“

3. Eigenkapital wird wieder attraktiv

Kapitalerhöhungen mit dem Ziel, die eigene Bilanz wieder in Ordnung zu bringen, gab es nicht nur in Großbritannien. In den USA zählten Statistiker von Anfang Januar bis Ende Juli des laufenden Jahres 54 Transaktionen durch REITs mit einem Gesamtvolumen von mehr als 16 Milliarden US-Dollar. Auch in Deutschland wagten sich erste Gesellschaften aus der Deckung.

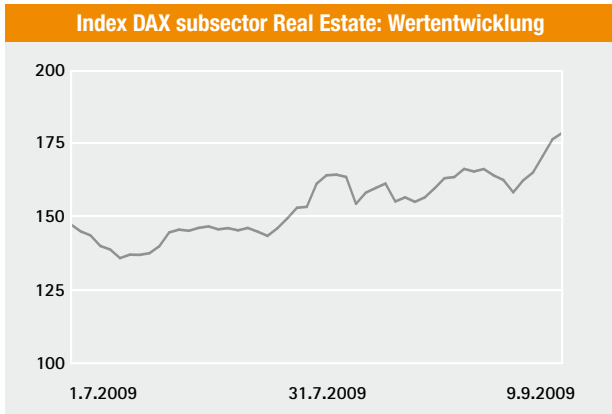
Colonia Real Estate sammelte im Juli 3,6 Millionen Euro ein, die Deutsche Euroshop folgte wenige Tage später mit einer Emission im Volumen von 67 Millionen Euro. Noch größer denkt die Deutsche Wohnen: Hier gaben die Aktionäre im Rahmen einer außerordentlichen Hauptversammlung grünes Licht für eine Kapitalerhöhung, die noch im Laufe des zweiten Halbjahres 2009 rund 250 Millionen Euro in die Kassen der Wohnimmobilien-AG spülen soll.

„Mein Wunsch ist ein REIT, der von Anfang bis Ende optimal konzipiert und strukturiert ist.“

Werner Doetsch, WestImmo

Lange Zeit winkten Vorstände von Immobilien-AGs ab, wenn die Rede auf Börsengänge oder Kapitalerhöhungen kam. Der Tenor: Angesichts der enormen Abschläge auf den Nettovermögenswert (NAV), zu denen die Gesellschaften derzeit von der Börse bewertet werden, bedeutete eine Kapitalerhöhung Vermögen zum Schleuderpreis zu verkaufen. Die Einschätzung scheint sich gewandelt zu haben: Die Deutsche Euroshop platzierte ihre neuen Aktien zum Preis von je 19,50 Euro und damit knapp 30 Prozent unter dem zum Jahresende 2008 ausgewiesenen NAV je Aktie von 27,44 Euro. Auch unter Berücksichtigung der NAV-Verwässerung durch die höhere Zahl der Aktien ergibt sich ein Abschlag von rund 20 Prozent. Bei Colonia Real Estate war die Differenz zwischen innerem Wert und erzielbarem Preis noch größer.

Für David Simon kann eine Kapitalerhöhung auch unter solchen Umständen ein lohnender Schritt für das Unternehmen und seine Aktionäre sein, wenn der Preis unter dem NAV je Aktie liegt. Der CEO des US-Einzelhandelsimmobilien-REIT



Quelle: Deutsche Börse AG

Simon Properties argumentierte in einem Interview mit der Nachrichtenagentur Reuters, dass sich ein Mehrwert ergebe, wenn das Unternehmen ein Insolvenzrisiko beseitigt oder die Schlagkraft bei Akquisitionen erhöht. Beides wirkt sich nach seiner Ansicht förderlich auf den Aktienkurs aus.

Werner Doetsch, Managing Director beim Immobilienfinanzierer WestImmo und für Spezialfinanzierungen verantwortlich, sieht ein weiteres Argument im Verhältnis zu den Finanzie-

rungspartnern. „Wenn ein Unternehmen seine Bilanzstruktur in Ordnung bringt, verbessert es die Verhandlungsposition in Gesprächen mit den Banken“, sagt er.

Bei Colonia Real Estate war nach eigener Aussage diese „Optimierung bestehender Finanzierungen“ der treibende Faktor, sich an den Kapitalmarkt zu wenden. Die Deutsche Euroshop will das Geld „zur Finanzierung des weiteren Wachstums der Gesellschaft und zur Wahrnehmung sich bietender Investitionschancen“ einsetzen. Noch im April hatte der Vorstandssprecher des Spezialisten für Einkaufszentren im Interview bedauert, dass die Investitionsfähigkeit seines Unternehmens angesichts fehlenden Eigenkapitals begrenzt sei (vgl. REIT up 2-2009).

4. Die Geschichte wiederholt sich (vielleicht)

Die Ähnlichkeiten sind frappierend: Ende der 1980er-/Anfang der 1990er-Jahre brachen in den USA mehr als 700 Immobilienfinanzierer zusammen. Die sogenannte Savings & Loans Krise, die sich zu einer schweren Rezession auswuchs, hatte ihren Ursprung in der exzessiven Vergabe von Immobilienkrediten an Schuldner mit zweifelhafter Bonität.

In der Folgezeit schränkten Banken die Kreditvergabe massiv ein. Der Verkauf von Immobilien über die Börse wurde >>

Anzeige

Initiative Immobilien-Aktie

9. Fachkonferenz am 20. Oktober 2009 in Frankfurt am Main

Als etablierte Plattform bietet die Initiative Immobilien-Aktie Informationen aus erster Hand und ist Treffpunkt vieler relevanter Player am Immobilienmarkt.

Unternehmenspräsentationen, Expertenvorträge, Podiumsdiskussionen, ein Workshop und One-on-One-Gespräche für Analysten und institutionelle Investoren bilden ein abwechslungsreiches Programm. In Verbindung mit der Auffrischung alter und dem Entstehen neuer Kontakte wird sich die Konferenzteilnahme für Sie lohnen!

Kontaktdaten, Informationen zur Fachkonferenz und Möglichkeiten zur Anmeldung finden Sie unter www.initiative-immobilien-aktie.de

Veranstaltungsort:
Hilton Frankfurt Hotel
Hochstraße 4
60313 Frankfurt am Main

- alstria office REIT
- Colonia Real Estate
- CR Capital Real Estate
- Deutsche EuroShop
- Deutsche Wohnen
- DIC Asset
- ESTAVIS
- Fair Value REIT
- HAHN-Immobilien
- InCity Immobilien
- IVG Immobilien
- PATRIZIA Immobilien
- POLIS Immobilien
- Prime Office
- TAG Immobilien
- Vivacon

Hauptsponsor

Co-Sponsoren

Förderer

Gastro-Sponsoren

Technologie-Sponsor

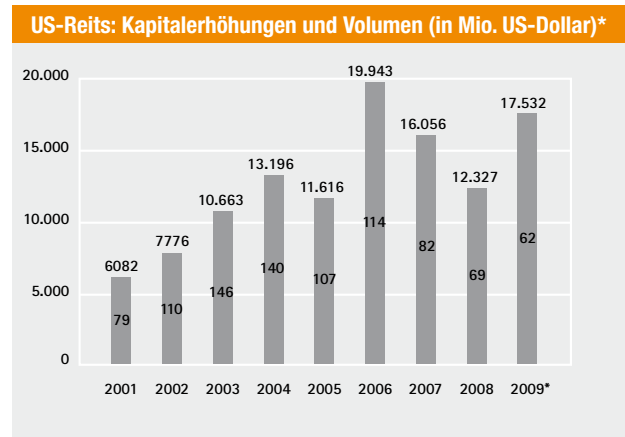
Medienpartner

>> als alternative Kapitalbeschaffungsmöglichkeit attraktiv. Das brachte ein Instrument auf den Radarschirm der Investment-Professionals, das seit seiner Einführung in den 1960er-Jahren ein Schattendasein geführt hatte: Real Estate Investment Trusts.

REITs leisteten in dieser Zeit einen wesentlichen Beitrag zur Rekapitalisierung des Immobiliensektors. Die 1990er-Jahre gelten deshalb als Beginn der „new REIT era“. Einer Ära, in deren Verlauf sich das REIT-Konzept in den USA und in der Folgezeit in verschiedenen Investmentzentren weltweit durchsetzte.

Im Jahr 2009 mehren sich wie vor gut 20 Jahren die Klagen über Schwierigkeiten bei der Fremdkapitalfinanzierung. In einer Umfrage des Zentralen Immobilien Ausschusses (ZIA) im Sommer klagten 56 Prozent der Befragten über Probleme selbst bei kleineren Transaktionen. Die Situation entwickelte sich von „schwierig zu bedrohlich“, so ZIA-Präsident Andreas Mattner.

Gleichzeitig ist der Finanzierungsbedarf für die Branche unverändert hoch, zumal viele der während der Boomjahre vergebenen Transaktionsfinanzierungen innerhalb der kommenden Jahre fällig werden. Schätzungen gehen allein für die USA von 1,2 Billionen US-Dollar aus, die innerhalb der kommenden drei Jahre zur Verlängerung anstehen. Da der Markt für Verbriefun-



* bis zum 31. August, Quelle: NAREIT

gen über Mortgage Backed Securities (MBS) immer noch am Boden liegt, fällt dieser Finanzierungskanal weitgehend aus. Die Immobilienfinanzierer allein werden aber kaum in der Lage sein, das massive Volumen der in den kommenden Jahren auslaufenden MBS über andere Formen der Fremdkapitalfinanzierungen bereitzustellen.

Bleibt das Eigenkapital, eingeworben über einen Börsengang als REIT. In den USA sehen viele Vertreter der REIT-Branche darin den größten Hebel, das Instrument in eine neue Wachs-

Die REIT-Pipeline

Börsennotierte Vor-REITs:

CR Capital Real Estate AG

Immobilienart:
Büro, Ärztehäuser, REIT-fähige
Wohnimmobilien
Größe: k.A.
Zeitpunkt: 2010/2011

Hamborner AG

Immobilienart:
Gewerbeimmobilien gemischt
Größe: ca. 240 Mio. Euro
Zeitpunkt: mit Wirkung zum 1.1.2010

Weitere Unternehmen mit REIT-Plänen:

DR Commercial 1 AG (Vor-REIT)

Immobilienart: gemischt
Größe: k.A., Zeitpunkt: offen

German Accorn

Immobilienart: Büro
Größe: vermutlich mehr als 1 Mrd. Euro
Zeitpunkt: offen

German One

Immobilienart: Schwerpunkt Büro
Größe: 1 Mrd. Euro, Zeitpunkt: offen

tumsphase zu führen. Werner Doetsch teilt diesen Optimismus allerdings nicht. „Ich kann mir nicht vorstellen, dass der Kanal für Kredite verstopft ist, aber gleichzeitig Eigenkapital im großen Stil zur Verfügung steht“, sagt er. „Ist eine Anlageklasse attraktiv, dann ist Kapital da – Eigen- wie Fremdmittel. Ist sie es nicht, dann sind auch beide Kapitalarten schwieriger zu bekommen und teurer.“

5. Der REIT ist besser als sein Ruf

Kompliziert, widersprüchlich, nicht praktikabel. Der Chor der Kritiker am REIT-Gesetz ist in den zweieinhalb Jahren, die seit dessen Verabschiedung ins Land gegangen sind, nicht leiser geworden. Auf der anderen Seite hat sich das Regelwerk im Praxistest bei den beiden REITs Alstria Office und Fair Value bisher bewährt – und das in einer Zeit, in der das gesamte Wirtschafts- und Finanzsystem aus den Fugen zu geraten drohte. Und mit der Hamborner AG aus Duisburg will nun die erste Gesellschaft den Beweis antreten, dass auch aus einer seit langem börsennotierten Immobilien-AG ein REIT werden kann und es dazu keiner Gründung auf der grünen Wiese bedarf.

Ganz so schlecht kann das Gesetz bei allen Unzulänglichkeiten also nicht sein. Zumal sich Immobilienunternehmen mit dem Wechsel in den REIT-Status einer ganzen Reihe steuerrechtlicher Fragestellungen entledigen. Die

Zinsschrankenproblematik oder das Thema erweiterte Gewerbesteuerkürzung sind zwei Beispiele.

Fünf Thesen, die zeigen, dass der Zug für REITs in Deutschland noch nicht endgültig abgefahren sein muss. Potenzial, die Asset-Klasse zum Erfolg zu führen, ist vorhanden. Ob es genutzt wird, hängt für Klose von zwei Faktoren ab. „Erstens muss sich zeigen, ob Investoren sich nach dem Ende der Krise wieder der Anlage in Aktien zuwenden oder ob sie dieses Thema endgültig abhaken“, so der Analyst. Zweitens komme es auf die Qualität der REIT-Kandidaten an. „Der Wechsel in den REIT ist ganz sicher kein Weg, falsche unternehmerische Entscheidungen, etwa bei der Zusammenstellung des Portfolios oder der Finanzierung, zu korrigieren. Letztlich gilt wie bereits vor der Krise, dass der REITs an sich kein Selbstzweck sein kann.“

Werner Doetsch stößt ins selbe Horn. Sein Wunsch ist ein REIT, der „von Anfang bis Ende so konzipiert und strukturiert ist, dass er den Anforderungen des Kapitalmarkts optimal entspricht, und der eine klar ausgerichtete und nachvollziehbare Strategie hat“. ■

German Office

Immobilienart: Büro
Größe: 250 Mio. – 1 Mrd. Euro, Zeitpunkt: offen
Weg: Neugründung, Börsengang, Umwandlung

GIG Grundbesitz Immobilien AG (Vor-REIT)

Immobilienart: diversifiziert
Größe: zzt. geplant ca. 200 Mio. Euro
Zeitpunkt: offen

IVG Immobilien-Management

Holding AG (Vor-REIT)

Immobilienart: Büros
Größe: bis zu 3,5 Mrd. Euro, Zeitpunkt: offen

Prime Office (Vor-REIT)

Immobilienart: Büro
Größe: mindestens 1,3 Mrd. Euro
Zeitpunkt: offen

TAG Gewerbeimmobilien AG (Vor-REIT)

Immobilienart: gemischt
Größe: ca. 400 Mio. Euro
Zeitpunkt: offen

Vivico Real Estate AG (Vor-REIT)

Immobilienart: Büro
Größe: rund 2 Mrd. Euro
Zeitpunkt: offen

ZIAG Immobilien AG

Immobilienart: gemischt
Größe: offen
Zeitpunkt: offen

Die Aufstellung basiert auf Informationen der betreffenden Unternehmen beziehungsweise öffentlichen Aussagen des jeweiligen Managements. Keine Gewähr für Vollständigkeit und Richtigkeit der Angaben.