

Neue Management-Anforderungen in der Immobilienwirtschaft

Jürgen Stinner

Die Hausse an den deutschen Immobilienmärkten kann Personalberater wie den Autor nur freuen. Sorgt doch das massive ausländische Interesse für einen hohen Bedarf an Fach- und Führungskräften, die sich nicht nur mit den Besonderheiten des Marktes, sondern auch mit den internationalen Standards bei der Bewertung, der Finanzierung und im Management auskennen. Weil diese Qualitäten aber derzeit rar sind, würden zunehmend Mitarbeiter aus immobiliennahen Bereichen wie der Bauindustrie rekrutiert. Besonders umworben seien aber die Hochschulabsolventen mit Schwerpunkt Immobilienwirtschaft. (Red.)

Noch vor zwei Jahren galt der deutsche Immobilienmarkt als uninteressant, wurde von den nationalen und internationalen Investoren weitgehend gemieden und die Banken waren bei der Kreditvergabe überaus zurückhaltend. Demgegenüber konzentrierten sich die deutschen Banken auf die ausländischen Immobilienmärkte und steigerten ihren Auslandsanteil im Neugeschäft auf bis zu 70 Prozent bei gegenüber dem Inlandsgeschäft besseren Margen und geringerem Risiko.

Großeinkäufe in Deutschland

Im Inland litten die Banken unter den Kreditausfällen mit hohen Wertberichtigungen und waren erleichtert, diese Portfolios als Non-performing Loans an internationale Investoren, allen voran Equity-Funds, zu veräußern. Auch die Offenen Fonds und andere institutionelle Investoren wurden bei ihren in Deutschland stark investierten Fondsreihen und Portfolios von der Immobilienkrise voll erfasst und sahen sich aus Liquiditäts- und Performancegründen gezwungen, in erheblichem Umfang Immobilien und Portfolios zu veräußern.

Kurz darauf geriet der krisenhaft geschüttelte deutsche Immobilienmarkt jedoch völlig unerwartet in den Fokus internationaler Investoren. Innerhalb eines Zeitraums von kaum mehr als einem Jahr wurde der deutsche Markt neben Nordamerika und Großbritannien zu einem der begehrtesten Anlagemärkte der Welt. So haben internationale Investoren allein im Jahr 2006 für rund 60 Milliarden Euro Immobilien in Deutschland gekauft. Mit jeweils über 20 Milliarden Euro sind internationale

Investoren in Handelsflächen und Wohnportfolios in Deutschland investiert. Die Transaktionen hatten Größenordnungen von bis zu mehreren Milliarden Euro.

Bemerkenswert ist, dass diese Transaktionen von einem nur kleinen Mitarbeiterstab mit hoher Professionalität unter Hinzuziehung zahlreicher externer Experten letztendlich auf einem sehr hohen Aggregations- und Abstraktionsniveau bewältigt worden sind. Mit einer normalen Immobilienbesichtigung, Bewertung und lokalen Analyse ist dies nicht zu schaffen. Hierzu sind umfangreiche belastbare Immobiliendaten, statistische Auswertungs- und Simulationsverfahren sowie erhebliches Immobilien spezifisches Know-how notwendig.

Angesichts der Investitionsfreude der Ausländer, der großen Volumina und der gezahlten hohen Preise stellte sich bei uns die Frage, ob die ausländischen Investoren andere Rechenmethoden nutzen oder gar uns fremde Investitionsstrategien verfolgen.

Cash-Flow als Maß aller Dinge

In der Tat gehen internationale Investoren anders vor, als es bislang bei uns Usus war. Im Vordergrund steht die Buy-and-Sell-Philosophie, Immobilien mit Wertsteigerungspotenzial zu erwerben, um sie nach einem überschaubaren In-

vestitionszeitraum von drei bis acht Jahren wieder gewinnbringend zu veräußern. Dreh- und Angelpunkt für diese Entscheidungen ist der nachhaltige, mit dieser Immobilie generierbare Cash-Flow, der in alternativen Szenarien (Best-, Worst- und Business Case) unter Berücksichtigung aller Cash-Flow beeinflussenden Faktoren analysiert wird. Entsprechend werden die Verkehrs- und Ertragswerte nach der klar nachvollziehbaren Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode) ermittelt und mit Zukunftsszenarien verknüpft.

Alle rechtlichen, wirtschaftlichen, technischen und steuerlichen Aspekte werden eingehend in dem sogenannten Due-Diligence-Prozess durchleuchtet. Der Verkäufer stellt die dazu notwendigen Informationen in einem Data Room zur Verfügung, was eine weitestgehende Transparenz und Auswertbarkeit bis hin zur Vermietungs- und Bewirtschaftungssituation der Einzelimmobilie oder des Portfolios zulässt. Zur Kaufpreisfindung, Gebotsabgabe und späteren Kaufverhandlung spielen für den potenziellen Käufer neben dem Abgleich seiner eigenen Investitions- und Portfoliostrategie die Analyse der „Werttreiber“ bei den zu kaufenden Immobilien eine herausragende Rolle.

Im Due-Diligence-Prozess ist daher besonderes Augenmerk auf die Analyse und Quantifizierung der Wertsteigerungspotenziale zu legen (bessere Bewirtschaftung, Mieterhöhungspotenzial, Neuvermietung nach Restrukturierung, Privatisierung, Flächenumnutzung). In der gezielten Analyse dieser Werttreiber und der Fähigkeit der Hebung dieser Wertsteigerungsmöglichkeiten kommt die eigentliche Professionalität des Investors zum Ausdruck.

Dabei spielt das Timing eine eminent wichtige Rolle: Zu welchem Zeitpunkt, in welchem Marktzyklus gekauft, vermietet und wieder verkauft wird. Ein Beispiel dafür ist die Vorgehensweise angelsächsischer Investoren vor einigen Jahren im Großraum Paris: Als viele europäische Investoren den Pariser Markt wegen steigender Leerstände, sinkender Mieten und verfallender Preise frustriert verließen, sind amerikanische Investoren dort eingestiegen und haben unter erheblichen Gewinnmitnahmen den Markt bereits dann wieder verlassen, als die europäischen Investoren in voller Breite zurückkehrten. Vor diesem Hintergrund ist auch das jetzige starke Engagement internationaler Investoren in Deutschland zu betrachten.

Der Autor

Jürgen Stinner ist Partner der Stephan Unternehmens- und Personalberatung GmbH, Bad Homburg.

Nach vielen Jahren der Immobilienkrise lagen bei hohen Leerständen die Preise und Mieten in Deutschland am Boden. Wirtschaftswachstum und Beschäftigungsanstieg lassen jedoch steigende Preise und Mieten erwarten. Hinzu kommt, dass enorme internationale Anlage suchende Liquidität verfügbar ist und Deutschland als größter europäischer Immobilienmarkt über entsprechend umfangreiche Portfolios an diversifizierten Standorten verfügt.

Gerade die internationalen Großinvestoren neigen dazu, statt der Einzelimmobilie unter Risiko- und Effizienzgesichtspunkten möglichst eine Vielzahl von Immobilien als Paket zu erwerben. Dabei wird gegenüber dem direkten Objektkauf (Asset Deal) der Erwerb von Gesellschaftsanteilen (Share Deal) eindeutig bevorzugt. Insgesamt geht die Tendenz auch bei deutschen institutionellen Investoren in Richtung des indirekten Immobilienerwerbs durch den Kauf von Anteilen an Objektgesellschaften, Spezialfonds oder fondsähnlichen Konstruktionen. Dies resultiert auch daraus, dass die Immobilie als Share Deal möglichst wie ein fungibles Wirtschaftsgut leichter handelbar ist und zusätzliche Steuern vermieden werden.

Die Immobilie ist aufgrund der erhöhten Transparenz, der Internationalisierung und Globalisierung, der durchweg nach angelsächsischem Muster durchzuführenden Due Diligence und Transaktionsprozesse (in englischer Sprache), der einheitlichen Bewertungsmethode (DCF) und der internationalen Finanzierungsmethoden neben Aktien, festverzinslichen Wertpapieren und derivativen Anlageprodukten zu einer eigenständigen Assetklasse geworden. Die Immobilienwirtschaft zeigt hier eine ähnliche Entwicklung wie sie Ende der achtziger Jahre bei der Internationalisierung der Finanzmärkte zu beobachten war.

Insgesamt ist die Immobilie sehr viel näher an den Kapitalmarkt gerückt, die Transaktionen verlaufen ähnlich den Prozessen im Investmentbanking beziehungsweise dem M&A-Geschäft, die An- und Verkäufe werden von Assetmanagern durchgeführt und die Bestände von Propertymanagern gesteuert, die sich wiederum der Facility- und Real-Estate-Manager als Bewirtschaftungs- und Vermietungsspezialisten bedienen.

Das alles klingt sehr kompliziert, ist aber, um auf die anfänglich angesprochene

Rechenmethodik zurückzukehren, auf eine einfache Formel zu bringen: Immobilienmanagement heißt Wertmanagement und Schaffung von Mehrwert bedeutet mehr Cash-Flow. Diese Geldfluss-Orientierung hat sich natürlich auch voll auf die Methodik der Immobilienfinanzierung ausgewirkt.

Klassische Finanzierungen sind zu wenig flexibel

Traditionell baut die klassische Immobilienfinanzierung auf dem nach der Wertermittlungsverordnung vom Sachverständigen ermittelten Ertragswert und dem von der Bank festgesetzten Beleihungswert auf. Der grundbuchlich erstrangig abgesicherte Teil des Beleihungswertes von 60 Prozent wird als Realkredit, der Anteil von über 60 bis etwa 80 Prozent als Personalkredit und die darüber hinausgehenden Teile als Blankokredit klassifiziert.

Die klassische Finanzierung ist mit den Primärkriterien „Beleihungsauslauf“ und „Tilgung“ eher statisch angelegt und kann der Volatilität der Märkte und der gewünschten Fungibilität der Investoren bei zunehmender Buy-and-Sell-Strategie nicht mehr ausreichend Rechnung tragen. Die heute praktizierten Finanzierungen sind daher streng Cash-Flow orientiert.

Es werden die gesamten Einnahme- und Ausgabenströme unter Berücksichtigung von Mietermix, Bonität der Mieter, Laufzeiten der Mietverträge sowie Mietnebenkosten über zumindest die gesamte Finanzierungsperiode betrachtet. Entsprechend Cash-Flow orientiert ist auch die Bewertung nach der DCF-Methode. Damit wird die Immobilie gegenüber der statischen klassischen Finanzierung dynamisch unter Ertragsgesichtspunkten betrachtet und bewertet. Folglich wird die Finanzierungsleistung primär an den Erträgen des Objektes ausgerichtet und strukturiert. Dabei werden auch die Exitmöglichkeiten beziehungsweise die Situation zum Zeitpunkt der Anschlussfinanzierung berücksichtigt.

Die Cash-Flow-Finanzierung wird über die gesamte Kreditlaufzeit mit Hilfe von vorneherein vereinbarten Covenants (Bedingungen) risikoorientiert gesteuert. Über diese Covenants und dem damit verbundenen, laufenden Reporting über deren Einhaltung begleitet die Bank im Sinne eines dynamischen Prozesses die Immobilie über die gesamte Kreditlaufzeit. Typisch periodisch und gegebenen-

falls auch zukunftsbezogen ermittelte Covenants sind:

Loan-To-Value-Ratio (LTV)
Kredithöhe zu Verkehrswert
Loan-To-Colleteral-Value
Kredithöhe zu Beleihungswert (Beleihungsauslauf)
Loan-To-Cost (LTC)
Kredithöhe zu Investitionssumme (bei Neubauten)
Interest-Cover-Ratio (ICR)
Netto-Cash-Flow im Verhältnis zum Zinsdienst
Debt-Service-Cover-Ratio (DSCR)
Netto-Cash-Flow im Verhältnis zur Zins- und Tilgungsleistung (Kapitaldienst)

Diese Covenants können noch ergänzt werden im Hinblick auf Mietschwankungen, Kosten des Mieterwechsels oder Instandhaltungsaufwendungen in Form von an die Bank abgetretenen oder noch aufzubauenden Liquiditätsreserven.

Von besonderer Bedeutung ist die Wirkungsweise und die Rechtsfolge der Verletzung der Covenants. Sofern die Covenants durch den zu erwirtschaftenden Cash-Flow oder den Wertverfall der Immobilie nicht eingehalten werden können, tritt der Event of Default (Zahlungsverzug) ein. Die Bank kann dann den Kredit kündigen oder alternative Heilungsmaßnahmen vereinbaren. Die in der Regel ausschließliche auf das Objekt abgestellte Finanzierung (Non Recourse) kann über die Covenants auch so gesteuert werden, dass beim Event of Default Haftungen der dahinter stehenden Kreditnehmer ausgelöst werden (Recourse).

Strukturierung und Verbriefung der Immobilienfinanzierung

Da die Immobilienfinanzierung im Investorenbereich häufig durch die Strukturierung nach unterschiedlichen Finanzierungstranchen und Vereinbarung mehrerer Covenants eine entsprechende Komplexität erreicht, hat sich das im internationalen Geschäft bewährte Instrumentarium des sogenannten Term Sheets durchgesetzt. Das Term Sheet ist eine tabellarisch aufgebaute Darstellung mit Kurzbeschreibung aller für die Finanzierung relevanten Eckpunkte und Bedingungen. Dies dient einerseits der Klarstellung der Finanzierung beziehungsweise des Finanzierungsangebotes gegenüber dem Kunden und andererseits

als Grundlage für die Finanzierungsentscheidung der Bank und der späteren Ausarbeitung der Kreditverträge. Durch die strukturierten Finanzierungen und durch Kreditderivate im engeren Sinne wie zum Beispiel Credit Default Swaps und Kreditderivate im weiteren Sinne wie Asset Backed Securities und Hybride-Produkte (beispielsweise Credit Linked Notes) sind die Finanzierungsmöglichkeiten der Investoren und der Banken deutlich erweitert worden.

Für die Banken ist es bereits zum Zeitpunkt der Kreditentscheidung wichtig, inwieweit der Kredit mit der Strategie, der Portfoliopolitik und dem Risikoprofil übereinstimmt und inwieweit die Struktur des Kredites eine Syndizierung oder Verbriefung zur Portfoliosteuerung zulässt.

Wettbewerbsvorteil durch Organisation des Work-Flow-Prozesses

Für die Wettbewerbsposition der Bank ist es von besonderer Bedeutung, dass sie den gesamten Work-Flow (Bearbeitungs- und Wertschöpfungsprozess) von der Akquisition, der Origination und Strukturierung, der Lead-Arranger-Funktion bis hin zur Kapitalmarktplatzierung organisieren und fachlich beherrschen kann. Die Fähigkeit, diesen gesamten Work-Flow realisieren zu können, hat ertragsverstärkende und risikomindernde Komponenten. Durch Syndizierung und Verbriefung können das Risiko reduziert und zusätzliche Fees in Form von Provisionen generiert werden. Hinzu kommen Beratungsleistungen im Due-Diligence-Prozess, beim Bieter- und Auktionsverfahren, der Begleitung von Transaktionen und im Pre-IPO-Segment.

Die Kapitalmarktorientierung der Immobilie wird sich noch weiter ausdehnen, sobald auch in Europa und Deutschland transparente Immobilien-Indizes mit hinreichenden Zeitreihen verfügbar sein werden. In London werden bereits erste Immobilienkontrakte (Zertifikate) und Forwards auf die etablierten IPD Indizes angeboten.

Mit Schaffung des G-REIT (German Real Estate Investment Trust) und globaler REIT-Fonds, können Bausteine für weitere Immobilien-Indizes als Grundlage für Immobilienderivate als Anlage- und Risikosteuerungsprodukte oder gar für synthetische und voll fungible Immobilieninvestitionen sein. Hier ist eine Vielzahl völlig neuer Immobilien basierter Produkte zu erwarten.

Von der Nareit (National Association of Real Estate Investment Trusts, Washington) gemeinsam mit europäischen Partnern, wie der Epra (European Public Real Estate Association) gehen Initiativen aus, auch für Europa Indizes zu etablieren, die Grundlage für neue Investmentprodukte sein können.

So wird die Immobilie zunehmend Gegenstand von Kapitalmarkt orientierten Hightech-Finanzprodukten.

Die veränderte Immobilienwelt

Zusammenfassend sind folgende Veränderungen und Herausforderungen in unserer Immobilienwelt festzustellen:

- Seit Mitte der neunziger Jahre sind Immobilieninvestitionen sukzessive internationaler und inzwischen global geworden.
- Die Buy-and-Hold-Strategie gehört selbst in Deutschland der Vergangenheit an: Kaufen zum Verkaufen, Buy-and-Sell sind die Triebfedern der Investoren.
- Der nachhaltig mit der Immobilie generierbare (Netto-)Cash-Flow ist das Maß aller Dinge und hat den früher gültigen Maßstab „Lage, Lage, Lage“ ersetzt.
- Die Investitionen erfolgen zunehmend in Form von Portfolio-Transaktionen und Share Deals.
- Das Immobilien-Management nutzt in verstärktem Maße Methoden und Instrumente des Investmentbanking, des Asset Managements und des Risk Managements der Banken; die Sprache ist englisch und die Methoden sind angelsächsisch geprägt.
- Die Immobilie ist durch die dynamische und strukturierte, Cash-Flow basierte und über Covenants gesteuerte Finanzierung sowie Verbriefungen fungibler geworden und näher an den Kapitalmarkt gerückt.
- Die Immobilie wird zunehmend Grundlage für weitergehende und künftig auch indexbasierte Kapitalmarkt-beziehungsweise derivative Anlageprodukte.
- Die Schaffung respektive Ausweitung der REITs werden diese Entwicklung noch beschleunigen, die Transparenz der Immobilienmärkte weiter erhöhen und die Globalisierung forcieren.

Aus den geschilderten gravierenden Veränderungen in der gesamten Immobilienwelt ergeben sich erhöhte Anforderungen, neue Berufsbilder und attraktive Karrierechancen. Die immobilien-spezifische Ausbildung und laufende Fortbildung sind dafür ein wesentlicher Grundstein.

Seit Mitte der neunziger Jahre sind mehr als 20 Immobilienakademien und ähnliche Einrichtungen mit Immobilien spezifischen Studiengängen und Abschlüssen sowie Fortbildungsmöglichkeiten in Deutschland entstanden. In der Regel haben diese Institute Kooperationen und enge Verbindungen zu ausländischen Einrichtungen. Eine Übersicht über die verschiedenen Weiterbildungsangebote ist unter der E-Mail-Adresse info@kreditwesen.de zu finden.

Hinzu kommt, dass es inzwischen eine Fülle von Immobilien spezifischer Literatur, Fachzeitschriften und Publikationen gibt. Insgesamt ist Deutschland den angelsächsischen Ländern in der Professionalität deutlich näher gekommen.

Bei der Nachfrage nach Immobilienmanagern wird neben dem breiten Immobilienfachwissen eine tiefe Spezialisierung bei gleichzeitiger Vielseitigkeit verlangt. Vernetztes Arbeiten, Teamorientierung und interdisziplinäres Agieren sind Grundlage für den Geschäftserfolg. Flache Strukturen, flexible, Prozess orientierte Organisation bei wechselnden Teammitgliedern beziehungsweise lösungsorientiert einzubindenden Spezialisten sind gefragt.

Wissenstransfer von internationalen Investoren

Auch der Manager hat neben der Strategie- und Führungsaufgabe „Hands on“ operativ zu wirken. Durch das starke Engagement ausländischer Investoren in Deutschland, den Kauf zahlreicher Einzelimmobilien und Portfolios, durch den Erwerb, die Fortführung und sogar die Börsenplatzierung (IPO) von Immobilienunternehmen, erfolgt gleichzeitig ein enormer Wissenstransfer.

Zahlreiche Mitarbeiter suchen bei den internationalen Investoren, Equity- und Projektentwicklungsgesellschaften eine Anstellung, um deren Know-how und „Immobilien-denke“ aufzusaugen. Ähnlich wie bei den Banken ist diese Tätigkeit bei ausländischen Unternehmen eine hervorragende Basis für weitere Karriereschritte im Inland.

Professionalität besteht nicht nur aus Fachwissen und englischen Sprachkenntnissen. Hierzu gehört vor allem auch, sich in tangierte Fachbereiche (Juristen, Architekten, Banker, Umweltschützer oder Genehmigungsbehörden) hineinzu-denken. Der Immobilienökonom muss auch die Sprache des Investment-Bankers oder des Analysten verstehen. Er muss über die Weitsicht und Sensibilität verfügen, zum richtigen Zeitpunkt den Experten anderer Branchen für eine optimierte Lösung zur Absicherung des Geschäftserfolges einzubeziehen.

Mieter müssen als Cash-Bringer umsorgt werden

Zum Beispiel beinhaltet das Management einer Immobilie nicht nur eine möglichst vollständige Vermietung, kostengünstige Bewirtschaftung und gute Instandhaltung, sondern auch die Erkenntnis über die Wirkung der Mieterstruktur auf das Image des Objektes, die Organisation von Dienstleistungen für die Mieter, die Nutzung von Synergien zwischen den Mietern, die Einrichtung eines kunden-

orientierten Beschwerdemanagements, spezielle Mieterbindungsmaßnahmen und Verbesserungsmöglichkeiten im Umfeld des Objektes.

Viele institutionelle Investoren haben durch kosteneffizientes Outsourcing die Bindung zu ihren Mietern vernachlässigt, nach und nach die Mieter verloren und wegen des dann fehlenden Cash-Flows rasche Wertminderungen des Objektes hinnehmen müssen.

Um einen nachhaltigen Ertrag und die Wertigkeit der Immobilie zu sichern, gehört eine Dienstleistungskultur, die den Mieter als originären Cash-Bringer an das Objekt und das Unternehmen bindet.

Gefragtes Immobilien-Know-how

Im Hinblick auf das erwartete Gesetzgebungsverfahren und die Schaffung von G-REITs in 2007 wird häufig die Frage gestellt, ob in Deutschland dafür überhaupt das notwendige Fachpersonal und eine hinreichende Professionalität zur

Verfügung stehen würden. Die Immobiliengesellschaften, Banken und Dienstleister haben auf der Ausbildungs- und Fortbildungsseite erheblich aufgeholt. Ideal wäre die Rekrutierung junger Nachwuchskräfte von den Hochschulen mit immobilien-spezifischen Studiengängen.

Da dies nicht ausreichen wird, werden zunehmend auch Mitarbeiter aus branchenverwandten Bereichen, den Investmentbanken, den Beratungsgesellschaften mit Immobilienschwerpunkt, großen Kanzleien oder den Projektfinanzierungsbereichen der Anlagebauer oder der Bauindustrie rekrutiert.

Dies sind große Herausforderungen; aber die Immobilienmärkte waren noch nie so interessant und haben noch nie so viele Chancen für talentierte Mitarbeiter geboten. Selbstverständlich wird die derzeitige Hausse am deutschen Immobilienmarkt endlich sein; aber durch die Internationalisierung der Märkte und die Kapitalmarktorientierung der Produkte wird es auch nach dieser „Party“ attraktive Karrierechancen und neue Herausforderungen geben. ■