

## Immobilien an der Börse

# Finanzierungsmöglichkeiten von Immobilien-Aktiengesellschaften

Ludwig Schlosser und Peter Schropp

**Traditionell sind deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften im internationalen Vergleich in hohem Maße fremdfinanziert. Entsprechend groß ist seit einigen Monaten bei Anlegern und Analysten die Sorge, dass die Unternehmen entweder gar keine Kredite mehr erhalten oder diese nur zu wirtschaftlich schwer tragbaren Konditionen gewährt bekommen. Gleichzeitig sind Kapitalerhöhungen mittels Ausgabe neuer Aktien im aktuellen Börsenumfeld faktisch nicht möglich. Dennoch: Kreditklemme muss nicht sein, meinen die Autoren, wenn konservative Finanzierungsstrukturen gewählt werden. (Red.)**

In Deutschland existieren rund 40 börsennotierte Immobilien-Aktiengesellschaften – dennoch gibt es vielerorts grundsätzliche Vorbehalte gegen diese Form der indirekten Beteiligung an Immobilienvermögen. Ein oftmals vorgebrachter Kritikpunkt ist die Behauptung, die Schnelllebigkeit der Börse und der langfristige Kapitalbedarf der Immobilienfinanzierung seien nur schwer miteinander vereinbar. Zu Unrecht, denn der Aktienmarkt stellt eine interessante Möglichkeit zur Aufnahme von Kapital dar – auch und gerade für Immobilien-gesellschaften.

### Vorteile der Börsennotierung

Immobilienwirtschaft ist kapitalintensiv. Prinzipiell bestehen verschiedene Formen der Beschaffung der notwendigen Mittel. Der Kapitalmarkt stellt dabei eine ebenso sinnvolle wie attraktive Möglichkeit dar und zwar gleichermaßen aus Unternehmens- wie aus Anlegersicht. Ein Investor kann sich beispielsweise über ein Engagement an einer Immobilien-AG an einem breit gestreuten Portfolio beteiligen, wobei er seine Anteile jederzeit aufstocken oder reduzieren kann. Diversifizierung und tägliche Handelbarkeit stellen also wichtige Vorteile gegenüber alternativen Anlageformen, wie etwa dem Geschlossenen Immobilienfonds, dar. Gleichzeitig fließt das Kapital, anders als im Falle Offener Fonds, vollständig in die Finanzierung des Immobilienvermögens. Daneben besteht nicht die Gefahr einer zeitweise gestoppten Rückgabe der Anteile.

Aus Sicht eines Immobilienunternehmens liegt ein wesentlicher Vorteil in der Beschaffung substanzialer Eigenmittel.

Durch die Stärkung der Eigenkapitalbasis verbessern sich wiederum die Spielräume für eine weitere Fremdfinanzierung, auch im Hinblick auf Konditionen. Mittels Kapitalbeschaffung über die Börse können somit die finanziellen Grundlagen für den schnellen Aufbau eines Immobilien-Portfolios gelegt werden.

Gleichzeitig sind Immobilien-Aktiengesellschaften, wie alle anderen börsennotierten Gesellschaften, den Gesetzen des Kapitalmarktes unterworfen. Nicht nur operative Unternehmensentwicklung und Branchentrends bestimmen über den Erfolg an der Börse, sondern oftmals auch das „Sentiment“ oder aber kapitalmarktspezifische Probleme. Damit unterliegt der Aktienkurs einer Reihe von Faktoren, die sich nicht immer kontrollieren oder gar steuern lassen. Dieser Realität gilt es Rechnung zu tragen, sowohl aus Emittenten- als auch aus Investorensicht.

Insbesondere im aktuellen Umfeld werden diese Schwierigkeiten deutlich. Trotz oftmals positiver Entwicklung des laufenden Geschäfts gerieten börsennotierte Immobiliengesellschaften im abgelaufenen Jahr an den Aktienmärkten unter Druck. Hintergrund dieser Bewertung waren primär die Probleme im Finanzsektor und die damit einhergehenden Turbulenzen an den weltweiten

### Die Autoren

**Ludwig Schlosser** ist Chief Executive Officer (CEO) und **Peter Schropp** ist Chief Operations Officer (COO) im Vorstand der VIB Vermögen AG, Neuburg an der Donau.

Kapitalmärkten. Im Ergebnis fielen die Aktienkurse auf breiter Front und Abschlüsse zwischen 40 und 70 Prozent auf den inneren Vermögenswert (Net Asset Value, NAV) waren eher die Regel als die Ausnahme. Mit anderen Worten: Die Schere zwischen dem Wert der Immobilien und ihrem Preis an der Börse ging immer weiter auseinander.

### Schwierige Eigenkapitalbeschaffung

Für die Finanzierung von Immobilien-Aktiengesellschaften hatte diese Entwicklung erhebliche Auswirkungen. Aufgrund der hohen Abschlüsse auf den NAV fanden im Jahr 2008 kaum nennenswerte Börsengänge oder Kapitalerhöhungen über den Aktienmarkt statt: Die Börse als Weg zur Eigenkapitalbeschaffung war damit versperrt. Gleichzeitig verschärften die Finanzinstitute die Kreditvergabe und stellten höhere Anforderungen an die Bonität der möglichen Schuldner. Begründet war die Zurückhaltung der Banken in ihrer eigenen Refinanzierungssituation sowie in der Sorge um die Zahlungsfähigkeit der Kreditnehmer.

Diese Kombination aus verminderter Eigenkapitalzufuhr und erschwelter Fremdkapitalbeschaffung führten (gepaart mit allgemeinen Rezessionsängsten) zu einem deutlichen Rückgang der Investitionstätigkeit auf dem deutschen Immobilienmarkt. Viele Gesellschaften hätten wohl im vergangenen Jahr gerne investiert – sofern die notwendigen Mittel vorhanden gewesen wären. Daneben wurden anstehende Refinanzierungen auslaufender Kreditverträge zunehmend schwieriger.

Insbesondere Akteure mit hohem Anteil von Fremdkapital waren hiervon betroffen und zogen sich weitgehend vom Markt zurück. Hingegen zahlt sich in dieser angespannten Situation eine konservative und auf Solidität ausgerichtete Finanzierungsstrategie aus und eröffnet neue Marktchancen.

Diesen Ansatz verfolgt die VIB Vermögen AG, eine mittelständische Immobilien-Holding mit Investitionsschwerpunkt im süddeutschen Raum, seit ihrer Gründung im Jahr 1993. Ankerpunkte der Finanzierung sind dabei eine langfristige Sicherung der notwendigen Fremdmittel sowie eine hohe Ausstattung mit Eigenkapital. Seit dem Börsengang im Jahr 2005 nutzt die Gesellschaft dabei den Kapitalmarkt für die Aufnahme von Eigenmitteln, um so den Ausbau des Immobilien-

Portfolios zu finanzieren. Im Juli 2006 folgte eine erste Kapitalerhöhung im Volumen von rund 17,2 Millionen Euro (vor Kosten). Eine weitere Kapitalmaßnahme wurde im April 2007 durchgeführt, dieses Mal floss der VIB Vermögen AG zusätzliches Eigenkapital in Höhe von 53 Millionen Euro zu.

Insgesamt wurde durch die verschiedenen Transaktionen das Eigenkapital von 71,5 Millionen Euro im Jahr 2006 auf 185,5 Millionen Euro zum 31. Dezember 2008 erhöht. Durch die gestärkte Eigenkapitalbasis wurde der Grundstein gelegt, um das Immobilien-Portfolio innerhalb weniger Jahre von 145 000 Quadratmeter (31. Dezember 2005) auf rund 600 000 Quadratmeter vermietbare Fläche (31. Dezember 2008) auszubauen. Aufgrund der stabilen Finanzierungsstruktur war die Gesellschaft daher auch im abgelaufenen Geschäftsjahr in der Lage, Investitionen im Volumen von rund 120 Millionen Euro zu tätigen.

### Fremdfinanzierung

Gleichzeitig setzt die VIB Vermögen AG bei der Beschaffung von Fremdkapital auf Sicherheit und Stabilität. So werden beispielsweise in erster Linie Annuitätendarlehen vereinbart. Darunter versteht man einen Kredit mit konstanten Zahlungsbeträgen (Raten) über die gesamte Darlehenslaufzeit. Die vom Kreditnehmer zu zahlende Annuitätenrate (kurz: Annuität) setzt sich aus einem Tilgungs- und einem Zinsanteil zusammen. Mit Zahlung jeder Rate wird daher die Restschuld schrittweise getilgt, wodurch von Rate zu Rate der Zinsanteil verringert und der Tilgungsanteil erhöht wird. Am Ende der Laufzeit steht die vollständige Tilgung der Kreditschuld.

Ein Annuitätendarlehen weist gegenüber alternativen Kreditformen eine Reihe von Vorteilen auf. Durch die Vereinbarung konstanter Raten über die Darlehensdauer ermöglicht diese Form der Kreditfinanzierung eine hohe Planbarkeit der künftigen Zahlungsströme. Die Restschuldentwicklung wird genau kalkulierbar und nimmt im Zeitverlauf stetig ab. Daneben weisen Annuitätendarlehen typischerweise lange Laufzeiten auf, wodurch die monatlichen Raten konstant gehalten werden können.

Daneben sind die Kreditverträge des VIB-Konzerns annähernd frei von „Covenant-Vereinbarungen“. Als Covenant bezeichnet man dabei eine Kreditklausel, durch die der Kreditnehmer die Mindest-

höhe einer bestimmten Zielgröße dem Gläubiger vertraglich bindend zusagt. Meist beziehen sich diese Vereinbarungen auf die Höhe der Eigenkapitalquote, den Verschuldungsgrad oder aber den sogenannten „Loan to Value“ (LTV), also den Verschuldungsgrad in Abhängigkeit vom Wert des Immobilien-Portfolios.

Weicht der Kreditnehmer von der vereinbarten Mindesthöhe ab, besteht für den Gläubiger ein (ebenfalls vertraglich geregeltes) Sanktionspotenzial. Dies kann von der Verschlechterung der Kreditkonditionen bis hin zum außerordentlichen Kündigungsrecht reichen. Aus Sicht der Kreditgeber handelt es sich dabei um eine nachvollziehbare Absicherung, aus Sicht des Schuldners stellen Covenants ein gewisses Risiko dar, deshalb ist der Anteil dieser Finanzierungsaufgaben im VIB-Konzern von untergeordneter Bedeutung.

Mit Blick auf die Zinsbindungsfristen weist die Struktur des Fremdkapitals mit rund 69,0 Prozent langfristig gebundenen Finanzverbindlichkeiten einen hohen stabilen Wert auf. Rund 67,4 Prozent sind sogar länger als fünf Jahre fixiert. Hingegen weisen lediglich 23,7 Prozent eine Zinsbindungsfrist von weniger als einem Jahr auf. Zum Jahresende 2008 lag der durchschnittliche Zinssatz

über alle Darlehen bei 4,8 Prozent. Den zu erwartenden Mieteinkünften von rund 43 Millionen Euro im Jahr 2009 stehen Zinsaufwendungen von rund 20 Millionen Euro gegenüber – somit verfügt der VIB-Konzern über ausreichend liquide Mittel für Tilgungen und sonstige Verwaltungskosten.

### Konservative Finanzierungsstrategie

Diese Finanzierungsstrategie, im Wesentlichen Annuitätendarlehen einzusetzen, vor zwei Jahren von einigen Beobachtern noch als wenig zeitgemäß kritisiert, zahlt sich im aktuellen Marktumfeld aus. Basierend auf dem soliden Fundament der Kapitalmaßnahmen in den Jahren 2005 bis 2007 wurde das Immobilien-Portfolio systematisch um ertragsstarke Objekte erweitert. Das Wachstum wurde mit einem vergleichsweise hohen Einsatz von Eigenkapital (aktueller LTV per Dezember 2008 liegt bei 65,6 Prozent) vorangetrieben, gleichzeitig wurde das eingesetzte Fremdkapital langfristig gesichert. Trotz Finanzkrise musste dann weder das Wachstum unterbrochen werden noch Kreditprolongationen zu verschlechterten Konditionen durchgeführt werden. Für die VIB Vermögen AG hat sich die Börsennotierung damit als der richtige Weg für erfolgreiches Wachstum erwiesen. ■