

## Expo Real Special

# Immobilien an der Börse – ein erwachender Riese?

Deutsche Immobilienaktien scheinen zu den Gewinnern der Finanzmarktkrise zu gehören. Denn sie vereinen vieles, was internationale Investoren derzeit suchen: Erstens sind im Niedrigzinsumfeld reale Werte wie Aktien und Immobilien gefragt. Zweitens drängt Kapital auf der Suche nach vermeintlich „sicheren Häfen“ in wirtschaftsstarke Länder wie Deutschland. Drittens bietet der deutsche REIT als Sonderform der Immobilien-AG Steuervorteile. Wie hoch das Interesse an börsennotierten Immobilienanlagen aus Deutschland ist, zeigen aus Sicht des Autors die jüngsten Börsengänge großer Wohnungsunternehmen sowie die zahlreichen Kapitalerhöhungen und Anleiheemissionen hiesiger Immobiliengesellschaften. Und er ist überzeugt, dass weitere Erstnotierungen folgen werden. (Red.)

Die indirekte Immobilienanlage in Deutschland ist im Umbruch. Viele Jahre haben Offene Immobilienfonds den Markt dominiert. Durch die Abwicklung etlicher Sondervermögen infolge der Finanzkrise ist das Vertrauen der Anleger in das Produkt nachhaltig erschüttert worden. Hinzu kommt, dass sowohl Offene als auch Geschlossene Immobilienfonds durch die Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht zukünftig deutlich stärker reguliert und damit teurer sein werden – was die Renditen für die Anleger verringert. Auch ist die Fungibilität nochmals eingeschränkt worden.

### Entwicklung des deutschen REIT-Marktes

Letztlich bleibt nur eine Variante der indirekten Immobilienanlage übrig: die in Deutschland bisher ein Schattendasein fristende Immobilienaktie. Aber vielleicht ist AIFM der Prinz, der die Immobilienaktie aus dem Dornröschenschlaf wach küsst. Insbesondere die Stunde des REITs dürfte nun auch in Deutschland gekommen sein. REITs sind eine international bekannte Form der

indirekten Immobilienanlage und werden vom Gesetzgeber steuerlich anders als Immobilien-Aktiengesellschaften behandelt: Die Steuern zahlt nicht der REIT sondern sein Aktionär.

Viele Immobilienunternehmen planten im Jahr 2007 die zügige Umwandlung in eine REIT AG. In Branchenkreisen wurde von bis zu 20 Börsengängen jährlich ausgegangen, die Marktkapitalisierung sollte in absehbarer Zeit 100 Milliarden Euro erreichen. Doch aktuell, sechs Jahre nach Inkrafttreten der gesetzlichen Regelung, existieren gerade einmal fünf börsennotierte deutsche REITs. Und bald wird es einer weniger sein. Gemeinsam kommen die Gesellschaften auf einen Börsenwert von knapp 1,2 Milliarden Euro. Das sind weniger als zehn Prozent des Wertes aller deutschen Immobilien-Aktiengesellschaften und entspricht nicht einmal einem Prozent der gesamten Kapitalisierung aller indirekten Immobilienanlagen in Deutschland. Die Entwicklung des REIT-Marktes hierzulande kann somit bestenfalls als sehr verhalten beschrieben werden.

Die Gründe sind vielfältig. Von Anfang an stand der deutsche REIT unter keinem guten Stern: Die im Jahr 2007 beginnende US-Hypothekenkrise sowie die folgende weltweite Wirtschafts- und Finanzkrise schlugen sich auch auf den deutschen Immobilienmarkt nieder. Viele geplante Börsengänge und Umwandlungen in REITs wurden verschoben oder ganz auf Eis gelegt, da Investoren in Krisenzeiten ungern am volatilen Aktienmarkt investieren wollten. Hinzu kommt, dass die deutschen REITs für viele institutionelle Anleger zu klein sind.

Gleichzeitig besteht bei vielen deutschen Privatanlegern eine generelle Aversion gegen Aktien. Damit fehlen die

Kleinaktionäre als Geldgeber für die REITs. Das erschwert das Wachstum und die Finanzierung der Unternehmen. Leider wird diese Aversion durch einzelne unternehmerische Fehlentwicklungen wie jüngst bei IVG wieder genährt. Allerdings wäre IVG in einer REIT-Struktur nie in diese Schieflage geraten. Daraus wird ersichtlich, warum REITs als weniger riskante Investitionsmöglichkeit sinnvoll sind.

Das aktuelle REIT-Gesetz hat aus Sicht der Immobilienwirtschaft einige handwerkliche Fehler, sodass etliche Unternehmen von ihren Umwandlungsplänen Abstand nahmen. So ist es den Unternehmen verboten, in vor 2007 erbaute Wohnimmobilien zu investieren. Ausländische Gesellschaften dürfen dagegen Bestandswohnungen erwerben und verfügen damit über einen Vorteil im Wettbewerb mit den deutschen. Darüber hinaus sind die Regelungen zum Streubesitz und zur Höchstbeteiligung verbesserungswürdig: Laut Gesetz darf ein einzelner Aktionär nicht mehr als zehn Prozent der Anteile an einem REIT halten. Darüber hinaus müssen mindestens 15 Prozent der Aktien im Streubesitz sein. Wird gegen diese Regeln verstoßen, hat das Unternehmen aber kaum Möglichkeiten, den Verursacher eines Verstoßes zu sanktionieren. Stattdessen droht der Verlust des REIT-Status. Dritte können also den REIT gefährden, ohne selbst Konsequenzen fürchten zu müssen.

Die Faktoren, die die Entwicklung der REITs in der Vergangenheit gebremst haben, stellen sich inzwischen jedoch anders dar. Das Börsenumfeld ist beispielsweise deutlich besser als 2007. Die Kapitalaufnahme an der Börse ist inzwischen wieder leichter, wie eine Reihe von Kapitalerhöhungen und sogar IPOs von deutschen Immobilien-Aktiengesellschaften und REITs in den vergangenen zwölf bis 18 Monaten bewiesen haben.

### Kreditfälligkeiten als Katalysator

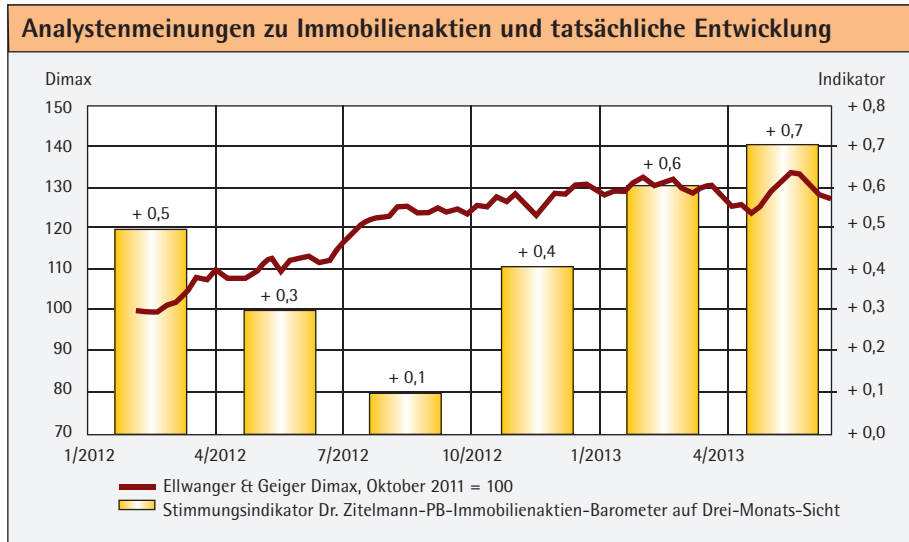
Was die Immobilie an der Börse zusätzlich beflügeln kann, ist die Refinanzierungswelle von Immobilienkrediten, die über Deutschland hereinbricht. Die Kre-

#### Der Autor

**Helmut Kurz**

Fondsmanager, Bankhaus Ellwanger & Geiger KG, Stuttgart





ditvergabe der Banken wird immer restriktiver. Daher werden immer mehr Bestandhalter versuchen, sich am Kapitalmarkt zu refinanzieren.

Beim Blick auf die Entwicklung der einzelnen Unternehmen zeigten sich hochkapitalisierte Gesellschaften mit Fokus auf Wohnimmobilien als die Gewinner des vergangenen Jahres. Da jedoch einige dieser Titel zum Jahreswechsel bereits mit einem Bewertungsaufschlag zu ihrem Net Asset Value notierten, setzte sich der Trend zu Beginn 2013 nicht unmittelbar fort. Wenngleich sich die Kurse inzwischen wieder erholt haben, sind für die Papiere von Wohnimmobilien-gesellschaften kaum mehr große Kurs-sprünge zu erwarten. Patrizia notiert aktuell mit einer Prämie auf den Net Asset Value, GSW ebenfalls.

Auch insgesamt blieb das Börsenjahr 2013 mit Blick auf Immobilienaktien

bislang hinter dem vergangenen Jahr zurück: Nach einem Verlust im ersten Quartal schaffte es der Deutsche Immobilien-Aktienindex (Dimax) bis September noch auf ein leichtes Plus von 1,7 Prozent seit Jahresbeginn. Dennoch bleiben die Analysten optimistisch. Das Dr. Zitellmann-PB-Immobilienaktien-Barometer, für das regelmäßig Analysten zu deutschen Immobilienaktien gefragt werden, bestätigt die gute Stimmung. Bei der kurzfristigen Perspektive über drei Monate stieg der Wert des Stimmungsindeks Ende Mai auf plus 0,7 gegenüber plus 0,6 im ersten Quartal. In der Zwölf-Monats-Sicht stieg der Wert von plus 0,6 auf plus 0,8. Die Abbildung zeigt in diesem Zusammenhang zum einen, dass die Analysten dem Sektor im vergangenen Jahr mehrheitlich eine positive Entwicklung zusprachen. Zum anderen wird deutlich, dass sich ihre Einschätzungen auch in der Entwicklung des Dimax widerspiegeln.

Während 2012 von einem Boom bei Wohnimmobilieninvestments geprägt war könnte 2013 das Jahr der Gewerbeimmobilienaktien werden, so die Prognosen der Analysten zu Jahresbeginn. Tatsächlich haben diese Papiere in der Kursentwicklung inzwischen nachgezogen. Bei den REITs stehen sogar noch weitreichendere Entwicklungen an: Der deutsche Prime Office REIT schließt sich mit dem größeren Konkurrenten German Acorn zusammen.

Das Unternehmen wird damit zu einem führenden börsennotierten Büroimmobilienkonzern aufsteigen. In die Wege geleitet wurde der Zusammenschluss von Oaktree, Eigentümer von German Acorn und größter Aktionär von Prime Office. Der addierte Immobilienwert beider Unternehmen beläuft sich auf 2,3 Milliarden Euro. Den REIT-Status wird Prime Office allerdings verlieren, weil auch zusammen mit Acorn die Eigenkapitalausstattung zu niedrig sein wird. Hohe steuerliche Verlustvorträge erleichtern diesen Schritt.

### Nach Wohnen jetzt Gewerbe?

Die zuletzt insgesamt positive Entwicklung bei Immobilienaktien und REITs sollte sich auch künftig fortsetzen. Marktbeobachter gehen davon aus, dass die Erträge börsennotierter Immobilien-gesellschaften weiter steigen, und zwar weltweit. In den USA zum Beispiel kündigte sich dies bereits in den vergangenen Monaten an. Die Quartalsberichte offenbarten mehrheitlich gute operative Geschäftsergebnisse, die die Erwartungen der Analysten zum Teil sogar übertrafen.

Auf deutsche Immobilienaktiengesellschaften und REITs kommen möglicherweise noch größere Herausforderungen zu, als sie der Immobilienmarkt bereithält. Zuletzt wurde darüber debattiert, ob Immobilienaktiengesellschaften und REITs künftig neben Offenen und Geschlossenen Immobilienfonds ebenfalls unter das neue KAGB fallen werden. Dies würde für die Gesellschaften einen hohen Aufwand bedeuten, beispielsweise die Einrichtung einer sogenannten Ver-wahrstelle. Dies ginge mit Kosten einher, die sich schlussendlich zulasten der Anleger auswirken würden, etwa in Form niedrigerer Dividenden. Erfreulicherweise zeichnet sich ein Einlenken der Bundes-anstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ab, in deren Zuständigkeit es fällt, das KAGB auszulegen.

### Ost-West-Gefälle bei den Wohnungsqualitäten

Zwischen dem Osten und dem Westen Deutschlands bestehen deutliche Unterschiede bei der Qualität von angebotenen Wohnimmobilien. Zu diesem Ergebnis kommt eine Studie des Marktforschungsinstituts Empirica, das im Auftrag der Bausparkasse Schwäbisch Hall rund 743 000 Immobilienofferten in ganz Deutschland hinsichtlich Durchschnittsalter, Modernisierungsjahr und Zustand der Objekte für alle 412 Kreise und kreisfreien Städte ausgewertet hat. Demnach befinden sich die meisten der 20 Kreise mit den höchsten Modernisierungs- und Neubauquoten in Bayern und Baden-Württemberg. Unter den

20 Kreisen mit der niedrigsten Angebotsqualität liegt die überwiegende Zahl in Ostdeutschland. Besonders gering sei demnach die Angebotsqualität in den schrumpfenden Regionen Sachsen-Anhalts, Sachsens und Mecklenburg-Vorpommerns, weil hier hoher Sanierungsbedarf auf unterdurchschnittliche Neubau- und Modernisierungsaktivitäten trifft. Allerdings weisen die ostdeutschen Großstädte durchweg gute Angebotsqualitäten auf. Bundesweit zeigt sich, dass die Kernstädte einen geringeren Modernisierungsbedarf haben als die ländlichen Kreise. Im Osten ist dieser Trend verstärkt zu beobachten. Red.