

## Im Blickfeld

### Risiken der Fokussierung

Wie eng soll der Fokus börsennotierter Immobiliengesellschaften sein? Häufig wird argumentiert, je enger der Fokus sei, desto besser. Die Argumente leuchten auf den ersten Blick ein: Einem Spezialisten werde eine höhere Kompetenz zugetraut als einem Generalisten. Deshalb sei es von Vorteil, wenn sich eine börsennotierte Gesellschaft auf eine einzige Nutzungsart – beispielsweise Wohnimmobilien oder Einzelhandelsimmobilien – oder auf ein Land beziehungsweise eine Region beschränke. Der Kapitalmarkt, so heißt es, honoriere eine enge Fokussierung, weil die Investoren die Diversifikation selbst durch die Auswahl verschiedener Titel vornähmen und wenig davon hielten, wenn die Risikostreuung bereits auf der Ebene der Gesellschaft selbst stattfinde.

All diese Argumente sind nicht von der Hand zu weisen. Es gibt jedoch auch eine Kehrseite, die in der Debatte zu wenig beachtet wird: Je enger die Fokussierung einer Gesellschaft ist, desto mehr steigt das Risiko. Wenn sich ein Unternehmen beispielsweise ausschließlich auf Wohnimmobilien in einer bestimmten Stadt konzentriert, dann ist das gut, solange der Markt in dieser Stadt als attraktiv gilt. Doch bei keinem Markt geht es immer nur aufwärts. Was ist, wenn die Marktentwicklung für diese bestimmte Nutzungsart oder in dieser Stadt rückläufig ist? Das Unternehmen hat in diesem Fall keine Möglichkeit, gegenzusteuern. Und viele Investoren – insbesondere jene, die nicht sehr langfristig orientiert sind – werden sich in dieser Situation von der Aktie trennen und sich dann eher anderen Unternehmen zuwenden.

Diese Erwägungen sprechen dagegen, den Fokus allzu eng zu wählen. Die Immobilienmarktentwicklung verläuft in Zyklen. Derzeit sind beispielsweise Wohn- und Einzelhandelsimmobilien bei Investoren gefragt – weniger dagegen Büroobjekte. Dies ist jedoch nur eine Momentaufnahme. Es ist noch gar nicht so lange her, da war es genau umgekehrt und Wohnimmobilien waren weit weniger nachgefragt als Büroobjekte. Das Interesse der Investoren wird einerseits von bestimmten makroökonomischen Faktoren gesteuert, andererseits unterliegt es auch nicht selten Moden.

Nicht nur verschiedene Immobilien-Nutzungsarten unterliegen unterschiedlichen Entwicklungen und Zyklen, sondern auch Länder und Regionen. Derzeit sind Deutschland und die skandinavischen Länder bei Investoren beliebt, doch traditionell gilt deren Interesse insbesondere auch den Märkten in Großbritannien und Paris. Wer in verschiedenen Nutzungsarten und Ländern Kompetenz hat und eine zu enge Fokussierung vermeidet, der kann Marktzyklen besser ausnutzen.

Unternehmen, die breiter aufgestellt sind, können also einerseits besser Marktchancen nutzen und andererseits Risiken besser abfedern. Dass man nicht „alle Eier in einen Korb“ legen sollte und durch Diversifikation ein besseres Rendite-Risiko-Verhältnis erzielt wird, ist eine alte und durch viele Untersuchungen belegte Investmentweisheit. Warum soll diese nicht auch auf der Ebene eines Unternehmens gelten?

Immobilienanleger sind in der Regel eher risikoavers und längerfristig orientiert. Dies mag nicht für alle Investoren gelten, ist jedoch bei den meisten institutionellen Anlegern wie etwa Versicherungen und Versorgungswerken der Fall. Diese schätzen es daher, wenn eine börsennotierte Gesellschaft den Fokus nicht allzu eng wählt und durch Diversifikation in unterschiedlichen Nutzungsarten und Ländern das Risiko deutlich reduziert.

*Arwed Fischer, Finanzvorstand,  
Patrizia Immobilien AG, Augsburg*

### Wohnungsportfolios – mehr Handel über die Börse

Hohe Dynamik bestimmte auch 2013 den Handel mit deutschen Wohnimmobilien. Doch nicht nur Privatanleger suchten Wohnungen zur Selbstnutzung oder Vermietung, sondern vor allem große börsennotierte Unternehmen prägten das Marktgeschehen. Wie hoch das Transaktionsvolumen genau ist, hängt von den Abgrenzungskriterien des jeweiligen Marktbeobachters ab. Laut Jones Lang Lasalle summierte sich der Wert der gehandelten Wohnungen auf 15,8 Milliarden Euro. Dagegen zählten die Beratungsunternehmen CBRE und Savills deutschlandweit rund 13,8 Milliarden Euro. Damit überstieg das Han-

delsvolumen den Vorjahrswert um knapp 23 Prozent und stellt das vierthöchste Ergebnis seit 1997 dar. Lediglich in den Boomjahren 2004 bis 2006 waren die Transaktionsvolumina höher.

Im Unterschied zu damals kaufen heute jedoch deutlich mehr deutsche Investoren. Vier von fünf Erwerbern kamen im Jahr 2013 aus dem Inland. Eine Dekade zuvor war das Verhältnis noch umgekehrt. Allerdings ist es nicht so, dass es weniger ausländische Interessenten gäbe. Sie kommen nur weniger zum Zug. 2012 hatten Ausländer laut Jones Lang Lasalle noch einen Anteil von 40 Prozent am Transaktionsgeschehen. Doch inzwischen sind auch die deutschen Versicherungen, Pensionskassen und Fondsgesellschaften aufgewacht. Sie haben erkannt, dass Wohnungen in ihren Assetstrategien sträflich unterrepräsentiert sind und versuchen nun, eilig die Versäumnisse der Vergangenheit zu korrigieren. Dominiert wird der Ankauf jedoch von börsennotierten Wohnungsunternehmen.

Mehr als 440 Portfoliotransaktionen zählten Marktanalysten im vergangenen Jahr, während es 2012 „nur“ etwa 300 gewesen waren. Dabei haben mehr als 236 000 Wohneinheiten den Eigentümer gewechselt. Vor allem in Berlin und Ostdeutschland lagen die Schwerpunkte. Auf diese Regionen entfielen von den zehn größten Transaktionen mit einem Investmentvolumen von insgesamt mehr als acht Milliarden Euro gut fünf Milliarden Euro. Weitere Hotspots waren Bayern und Nordrhein-Westfalen. Zunehmend rücken die Mittelstädte ins Anlegerinteresse. Auch hier waren 2012 die börsennotierten Wohnungsgesellschaften maßgebliche Treiber. Denn hier sind der Bieterwettbewerb um gute Lagen weniger intensiv und die Renditen noch besser als in den Metropolen.

Zwei Megatransaktionen stachen 2013 heraus. Im April sicherte sich ein Konsortium aus deutschen Versorgungswerken, Sparkassen und Pensionskassen unter der Führung der Patrizia AG für 2,45 Milliarden Euro die GBW AG mit knapp 31 000 bayerischen Wohnungen. Und im November zahlte die Deutsche Wohnen für 91 Prozent an der GSW AG, die Eigentümerin von rund 60 000 Wohnungen in Berlin ist, insgesamt 3,3 Milliarden Euro. Darüber hinaus erwarb die Deutsche Wohnen für 370 Millionen

Euro einen Teilbestand der insolventen Wohnungsgesellschaft Level One. Weitere maßgebliche Käufer waren der israelische Investor Grand City mit knapp 570 Millionen Euro, Adler Real Estate mit mehr als 500 Millionen Euro und der französische Wohn-REIT Foncière Développement Logements, der vier Wohnportfolios für 350 Millionen Euro übernahm.

Verkäufer waren im Jahr 2013 ebenfalls überwiegend Inländer. Ohne die GSW-Transaktion zu berücksichtigen, hatten die Deutschen einen Anteil von etwa 61 Prozent, weiß das Maklerhaus Savills. Es folgten US-Amerikaner und Schweizer, auf die zirka 13 beziehungsweise elf Prozent entfielen. Bemerkenswert auch: Fast ein Drittel des Transaktionsvolumens wurde von Banken angeboten, 17 Prozent von Private-Equity-Fonds und elf Prozent von Immobilien-Aktiengesellschaften. Diese Transaktionen dürften zu einem maßgeblichen Teil Portfolios betreffen, die in den Boomjahren vor 2007 mit hohem Fremdkapitaleinsatz und ambitionierten Businessplänen eingekauft wurden.

Mit damals ist die heutige Situation auf dem deutschen Wohnungsmarkt allerdings nicht mehr zu vergleichen. Während seinerzeit ausländische, opportunistisch orientierte Investoren zu nahezu jedem Preis alles kauften, was vor allem von der öffentlichen Hand und Industrieunternehmen an Wohnungsbeständen feilgeboten wurde, waren die Opportunisten zuletzt vorwiegend auf der Verkäuferseite zu sehen. In einem Punkt übertrifft 2013 aber selbst die transaktionsstarken Jahre 2004 bis 2006: Nie zuvor ist soviel Eigenkapital in den deutschen Immobilienmarkt investiert worden.

Anzeichen für eine mögliche Kreditblase bestehen zumindest auf dem Wohnungsmarkt nicht. Allerdings gibt es derzeit eine Inflation im Investmentvermögen. Da die Niedrigzinsphase wohl noch eine Weile die Märkte bestimmen wird, drängt weiter institutionelles Kapital auch in die Assetklasse Wohnen. Schon heute ist eine Erosion der Renditeansprüche zu beobachten. Damit aber wächst wieder die Gefahr, dass die Mieterträge zuerst zur Erfüllung von Renditeansprüchen vereinnahmt werden und weniger in den Substanzerhalt fließen. Genau das ist nach der letzten Immobilien-Hausse geschehen. Und es ist einer

der Gründe, warum sich Neubau lange Zeit nicht lohnte und Wohnraum mittlerweile in vielen deutschen Groß- und Mittelstädten knapp geworden ist. L.H.

## Ende eines Bank- und Fondshauses

Die Wölbern-Gruppe löst sich weiter auf. Jetzt hat Paribus die Anlegerverwaltung für alle Fonds des Emissionshauses übernommen. Seit Jahresbeginn verantwortet die Paribus Fondsdienstleistung GmbH aus Hamburg das Fonds- und Asset Management der Wölbern Fondsmanagement GmbH. Bestandssicherung, etwaige Anschlussvermietungen und Darlehensprolongation für die Geschlossenen Immobilienfonds werden dabei in der nächsten Zeit Priorität haben, wie Paribus mitteilt. Für die Investoren des insolventen Fondsiniciators war diese Mitteilung kurz vor den Weihnachtsfeiertagen zweifellos eine der besseren der vergangenen Monate.

Noch eine Woche zuvor hatte das Amtsgericht Hamburg über die beiden insolventen Gesellschaften Wölbern Invest KG und deren Tochtergesellschaft Wölbern Fondsmanagement GmbH das Insolvenzverfahren eröffnet. Allerdings lehnte das Gericht den Antrag auf Eigenverwaltung ab und setzte stattdessen Rechtsanwalt Tjark Thies als Insolvenzverwalter ein.

Begründet wurde die Entscheidung unter anderem mit den strafrechtlichen Ermittlungen der Staatsanwaltschaft Hamburg gegen den inzwischen verhafteten Inhaber der Wölbern-Gruppe, Heinrich Maria Schulte. Ihm wird gewerbsmäßigen Untreue in 318 Fällen vorgeworfen. Konkret soll er Gelder der Immobilienfonds umgeleitet und zweckentfremdet haben. Es ist von 137 Millionen Euro die Rede, von denen er 37 Millionen auf seine Privatkonten abzweigte. Auch über weitere Wölbern-Beteiligungen sind mittlerweile Insolvenzverfahren eröffnet worden.

In seiner vergleichsweise jungen Geschichte hatte sich das Bankhaus Wölbern bis 2006 einen respektablen Ruf erarbeitet. Angesichts der häufigen Eigentümerwechsel, die das Institut in seiner erst 1956 einsetzenden Historie erlebt hat, ist das allein schon bemerkenswert

gewesen. Für Furore hatten die Hamburger im Jahr 2006 gesorgt, als die außerordentlich hohe Nachfrage auf dem niederländischen Immobilienmarkt dazu genutzt wurde, 72 Holland-Fonds aufzulösen und die Fondsobjekte im Paket zu veräußern. Damals wurden für solche Objektbündel noch Aufschläge gezahlt.

Danach aber wollte vieles nicht mehr gelingen. Neueigentümer Schulte hatte offensichtlich weder die Besonderheiten des Bankgeschäfts noch die Produktwelt der Geschlossenen Fonds richtig verstanden. Nach der Trennung von Fonds- und Bankgeschäft geriet das Institut zunächst in den Strudel der Finanzmarktkrise und musste 2009 von M.M. Warburg und dem Bundesverband deutscher Banken aufgefangen werden. Auch bei den Fonds lief vieles schief. So scheiterte das geplante zentrale Liquiditätsmanagement für die Wölbern-Fonds am Anlegerwillen. Vehement wehrten sich die Investoren dagegen, die Geldbestände ihrer Fonds in einer zentralen, von Schulte direkt kontrollierten Gesellschaft verwalten zu lassen.

Schwierigkeiten schien die Wölbern-Gruppe aber auch mit der Umsetzung der neuen, strengeren Regeln für Fondsmanager zu haben. Wie sonst ist zu erklären, dass ohne ersichtlichen Grund und nur mit dem vagen Hinweis auf ein sich verschlechterndes Marktumfeld, fast alle Objekte der verwalteten Fonds schnellstmöglich im Paket veräußert werden sollten. Allerdings lassen sich inhomogene Portfolios heute nur noch mit Discount verkaufen. Entsprechend misstrauisch standen die Anleger dem Vorschlag gegenüber. Nachdem Paribus das Fondsmanagement übernommen hat, ist aber auch diese Idee vom Tisch. Kapitalsicherung steht jetzt im Vordergrund, zumindest dieses Versprechen will Paribus den gebeutelten Wölbern-Investoren geben. L.H.

### Gefunden

„Der Arzt kann seine Fehler begraben, doch der Architekt kann seinem Kunden nur raten, Klettergewächse zu pflanzen.“

Frank Lloyd Wright