

Immobilien an der Börse

Vielfältige Anlagemöglichkeiten in börsennotierte Immobilienwerte

Joe Rodriguez, Paul Curbo und Darin Turner

Immobilienaktien sind zwar die geläufigste Art von börsennotierten Immobilienwerten, doch gibt es noch eine Reihe weiterer Anlagemöglichkeiten. So raten die Autoren – im besten antizyklischen Denken – aktuell zu Investitionen in erstklassige Tranchen von CMBS, die in der anhaltenden Krise und aufgrund der Not einiger Banken zu attraktiven Konditionen gekauft werden können. Für Anlagen in Immobilienaktien und Anleihen sei die Zeit reif, wenn sich das Börsenklima aufzuhellen beginnt. Die Diversifikation der Investmentvehikel könne für mehr Ertrag bei gleichem Risiko sorgen. (Red.)

Seit Beginn der Kredit- und Finanzkrise im Jahr 2007 haben fast alle Immobilieninvestments erheblich an Wert verloren. Im allgemeinen Abwärtssog wurden Qualitätsunterschiede zwischen einzelnen Immobilienarten und Investmentstrukturen ignoriert, die Kurse von erst-rangigen Qualitätsanleihen sind ebenso gefallen, wie die von Anteilen an höchst spekulativen Entwicklungsprojekten. Nun gilt es klar zu unterscheiden zwischen Wertpapieren, die aus technischen Gründen extrem unterbewertet und deshalb vielversprechend sind, und solchen, deren Verluste fundamentale Ursachen haben. Wer dabei die gesamte Kapitalstruktur nutzt, kann die Chancen, die diese vielfältige alternative Anlageklasse bietet, optimal nutzen.

Stabile Erträge, Sachwerte, geringe Korrelation

Weil Immobilien Sachwerte sind, die ein Portfolio gut diversifizieren, waren Immobilienanlagen schon immer eine interessante Langfriststrategie. Ihre attraktiven Erträge – aus Wertsteigerung und laufenden Einnahmen – machen sie zu einem wichtigen Element der Asset Allocation. Immobilienerträge sind häufig stabiler als die Erträge anderer Assetklassen, weil die Zahlungsströme üblicherweise vertraglich geregelt sind. Oft handelt es sich um langfristige Mietverträge. In einem deflationären Umfeld können die Erträge von Immobilienanlagen deshalb stabiler sein als die anderer Investments.

Aber auch wenn die Inflation hoch ist, können sich Immobilieninvestments lohnen. Dies zeigt die Entwicklung in den USA in den Siebziger und frühen Acht-

zigern. Damals lag die Inflation über zehn Prozent, und in Dollar gerechnet fielen die Aktienmärkte. Amerikanische REITs entwickelten sich in dieser Zeit aber relativ gut: In den drei Jahren nach der Rezession 1973/74 konnte sich der Nareit Equity Index mehr als verdoppeln. Auch nach den Rezessionen der Jahre 1981/1982, 1990/1991 und 2001/2002 legte der Index stark zu.

Natürlich gibt es keine Garantie dafür, dass auch die heutige Krise von einer über mehrere Jahre andauernden ähnlich guten Wertentwicklung gefolgt sein wird. Jede Rezession ist anders, auch die geld- und fiskalpolitischen Reaktionen sind nicht immer gleich. Fest steht aber, dass Immobilien Sachwerte sind und als solche ein stabileres langfristiges Ertragsprofil bieten dürften. Im Vergleich zu anderen Assetklassen hat dies in der Vergangenheit zu attraktiven relativen Langfristerträgen geführt.

Hinzu kommt, dass sich börsennotierte Gewerbeimmobilien kurzfristig zwar ähnlich wie der Gesamtmarkt entwickeln, langfristig jedoch nur wenig mit traditionellen Assetklassen korreliert sind. Daher können börsennotierte Gewerbeimmobilien ein interessantes Diversifikationsinstrument sein.

Wenn Anleger von börsennotierten Immobilienanlagen sprechen, denken

Die Autoren

Joe Rodriguez ist Head of Global Real Estate Securities, **Paul Curbo** und **Darin Turner** sind Portfolio Manager bei Invesco Real Estate US, Dallas.

sie dabei zumeist nur an Stammaktien von Immobilien-Aktiengesellschaften. Die häufigste Immobilienstrategie ist die Investition in einen Immobilienaktienfonds, bestehend aus Aktien unterschiedlicher börsennotierter Immobilienunternehmen. Eine solche Strategie gilt allgemein als ein wichtiger Portfoliobestandteil. Allerdings sind Immobilienaktien auch mit einem erheblichen Marktrisiko verbunden, da es sich hier um reines Eigenkapital handelt (das zuletzt bedient wird) und es keine Zinszahlungen gibt. Unter Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten dürfte es deshalb besser sein, bei Immobilienanlagen darauf zu achten, dass man in die gesamte Kapitalstruktur investiert. Wie bei anderen börsennotierten Unternehmen hat man auch bei Immobilienunternehmen die Möglichkeit, sowohl in Aktien als auch in Anleihen zu investieren. Möglich sind Investitionen in:

- **Erstrangiges hypothekenbesichertes Kapital (CMBS):** CMBS sind erstrangig besicherte Wertpapiere, die ganz oben in der Kapitalstruktur rangieren. Besichert sind sie mit dem Wert der Immobilie, also mit Aktiva. „Erstrangig besichert“ bedeutet, dass CMBS-Investoren den ersten Zugriff auf die Immobilie haben (und bei einem Zahlungsausfall zuerst bedient werden).
- **Unternehmensanleihen/ Fremdkapital von Immobilienunternehmen (Schuldverschreibungen):** Börsennotierte Schuldverschreibungen können mit bestimmten Aktiva oder allgemein durch den Unternehmenswert besichert sein. In der Regel haben sie eine lange Laufzeit.
- **Preferred Equity von Real Estate Investment Trusts (REITs):** Preferred Equity rangiert in der Kapitalstruktur hinter immobilienpezifischen Hypotheken (wie CMBS). Es bietet ein nicht ganz so großes Kurspotenzial wie Aktien und keine Eigentümerrechte. Mit diesen Eigenschaften ähnelt es Anleihen (es gibt feste Zahlungen) ohne Laufzeitbegrenzung. Bei REITs werden die Ausschüttungen auf Preferred Equity auf die Pflichtausschüttungen der Gewinne (in den USA und in Deutschland 90 Prozent) angerechnet. Für sich genommen dürfte Preferred Equity in guten Zeiten die Chance auf erheblich höhere Renditen als Anleihen bieten. Wenn das Management in schlechten Zeiten die Kosten senken muss, besteht allerdings das Risiko von Dividendenkürzungen.
- **Stammaktien von REITs:** Über 70 Prozent aller börsennotierten Immobilienwerte weltweit sind REITs. In vielen Anla-

geregionen sind sie steuerbegünstigt, allerdings wird auch verlangt, dass ein bestimmter Teil des Unternehmensgewinns an die Anleger ausgezahlt wird. Abgesehen von diesen Einschränkungen werden sie wie ganz normale Aktien an der Börse gehandelt.

Selbst wenn den unterschiedlichen Arten von Kapital der gleiche Immobilienpool zugrunde liegt, können sie sich aufgrund ihrer unterschiedlichen Eigenschaften im Marktzyklus doch sehr unterschiedlich entwickeln. Es entstehen Chancen durch Fehlbewertungen. Hinzu kommt, dass die nur schwachen Korrelationen zwischen den einzelnen Sektoren dafür sorgen können, dass die Erträge eines so diversifizierten Portfolios stabiler sind als die eines reinen Aktienportfolios.

CMBS – eine gute Gelegenheit

Mit Verbriefungen kann man in unterschiedliche Teile der Kapitalstruktur investieren – vorausgesetzt, der Manager hat Underwriting-Erfahrung am Immobilienmarkt und managt Aktien- und Rentenportfolios mit der erforderlichen Disziplin. Die meisten Anleger investieren vornehmlich in einen bestimmten Teil der Kapitalstruktur. So werden CMBS hauptsächlich von Versicherungen bevorzugt, während sich Publikumsfonds und große institutionelle Anleger eher für Aktien entscheiden. Sachkundige Immobilieninvestoren können Mehrwert schaffen, indem sie ihre Erfahrung im Underwriting dazu einsetzen, die erwarteten Risiken und Erträge sämtlicher Investmentarten miteinander zu vergleichen, und sich dann auf diejenigen konzentrieren,

Der Markt für Gewerbeimmobilien-Investments

AAA/BBB CMBS	Besicherte Kredite
BB+/B	Besicherte B-Notes
B-/ohne Rating	Mezzanin-Kapital
Preferred Equity	Unbesicherte Kredite
Eigenkapital	
Börsennotiert	Nicht börsennotiert

Quelle: Invesco Real Estate, Stand Dezember 2008

ren, die die höchsten risikoadjustierten Ertragschancen versprechen.

Im aktuellen Umfeld sind CMBS besonders attraktiv. Im Zuge der Kreditkrise haben fast alle Credit-Instrumente unter der mangelnden Liquidität gelitten – unabhängig von ihren Fundamentaldaten und ungeachtet der Qualität der ihnen zugrunde liegenden Vermögenswerte. Marktteilnehmer, die Probleme haben, ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen (sowie Investment- und Regionalbanken, die aufgrund von Bilanzvorgaben Wertpapiere liquidieren müssen) können weiter für interessante Investmentchancen sorgen.

Aufgrund der Marktturbulenzen bieten sich außergewöhnliche Gelegenheiten, fundamental stabile, fehlbewertete Schuldpapiere zu sehr günstigen Kursen zu kaufen. Aufgrund von konjunkturellen Faktoren besteht zwar weiterhin das Risiko von Kursrückgängen. Angesichts der einzigartig weiten Spreads von Immobilienanleihen besteht auf lange Sicht aber nicht nur die Chance auf hohe laufende Erträge. Auch Gewinne durch Wertsteigerungen sind möglich, sobald die Fundamentaldaten wieder ins Blick-

feld rücken und nicht mehr nur die Angst die Investmententscheidungen bestimmt.

Erfahrene Investoren können deshalb zurzeit attraktiv bewertete Qualitätstitel finden. Besonders interessant dürften derzeit erstrangige Tranchen von CMBS mit hohen Ratings sein. Dafür gibt es verschiedene Gründe:

– Erwartete Gesamterträge: In den letzten beiden Jahren haben Zwangsverkäufe zu einer deutlichen Spreadausweitung geführt. Wenn sich die Spreads auch nur leicht verengen, bieten Qualitätspapiere daher die Chance auf einen attraktiven Gesamtertrag.

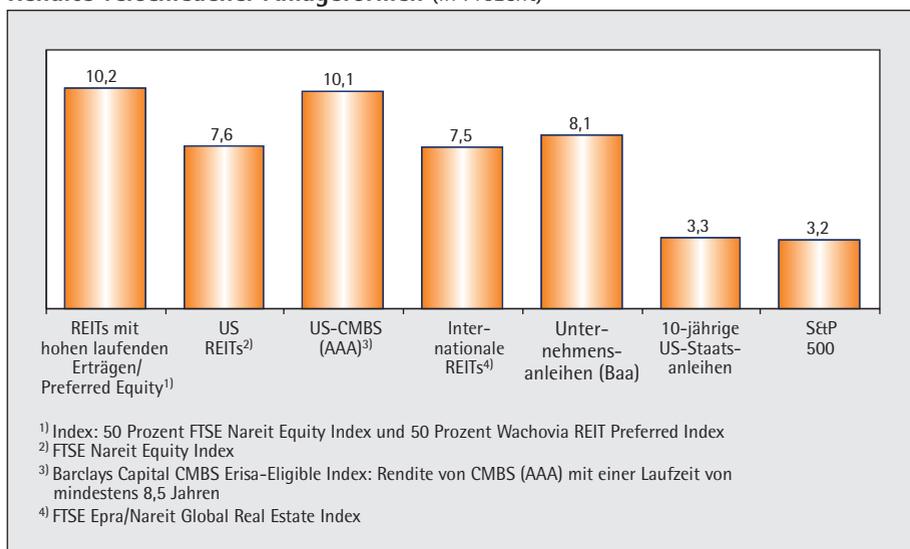
– Erstrangigkeit: Wertpapiere mit Investmentqualität, die ganz oben in der Kapitalstruktur rangieren und mit erheblichem Credit Enhancement versehen sind (also eine deutlich bessere Kreditqualität haben als die zugrunde liegenden Vermögenswerte), können Anleger vor fundamentalen Wertverlusten bewahren. Unter einem Rückgang der Immobilienpreise würden zunächst Eigenkapitaltranchen, Preferred Equity und anderes nachrangiges Kapital leiden, bevor erstrangig besicherte Tranchen betroffen wären.

– Hohe laufende Erträge: Zurzeit erscheinen die laufenden Erträge sowohl im Vergleich zu anderen Assetklassen als auch im historischen Vergleich sehr attraktiv.

Obwohl Immobilienaktien langfristig attraktiv sind, ist es in Zeiten wie diesen besser, in die gesamte Kapitalstruktur zu investieren. Erstrangig besicherte Schuldpapiere sind unterbewertet und bieten die Chance auf hohe langfristige Kursgewinne. Weil auch im Immobiliensektor die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen niedrig ist, bietet ein Immobilienanlagenportfolio aus unterschiedlichen Wertpapierarten größere Diversifikationsvorteile.

Durch Investitionen auch in unterschiedliche Arten von Anleihen und CMBS kann ein erfahrener Immobilienmanager einen Mehrwert schaffen, der am Aktienmarkt möglicherweise nicht zu erzielen wäre. Auch bietet es sich an, das Portfolio bei steigenden Immobilienmärkten stärker auf attraktive Aktien und Preferred Equity auszurichten. Ein Portfolio, das die gesamte Kapitalstruktur nutzt, kann von Bewertungsunterschieden profitieren und bietet die Chance auf höhere laufende Erträge.

Rendite verschiedener Anlageformen (in Prozent)



Quellen: Bloomberg, Barclays; Stand 31. Dezember 2008