

Internationales Immobiliengeschäft

Die Entwicklung des REIT-Marktes in Spanien seit 2013

2013 hat die spanische Regierung eine Neuregelung des REIT-Marktes beschlossen. Der Autor hat einen messbaren Einfluss auf Investitionsvolumina und die Preisentwicklung festgestellt. Zunächst werden zur Einordnung erst einmal die wichtigsten Eckpfeiler der Änderungen dargestellt. Für die Börsenregistrierung bestünden grundsätzlich zwei Möglichkeiten: die Anmeldung am „Mercado Continuo“ für kontinuierlichen Handel und der Option der Aufnahme in den nationalen Index IBEX oder die Registrierung am „Mercado Alternativo“, dem alternativen Small-Caps-Markt. Die SOCIMIS, wie sie genannt werden, seien auch ein wesentlicher preistreibender Faktor in Spanien, die mittels der Körperschaftsteuerbefreiung über einen 25-prozentigen Steuervorteil verfügt. Trotz Interesses an dem Vehikel seien deutsche Investoren jedoch im Vergleich zu der Entwicklung der vergangenen 20 Jahre in Spanien wenig präsent. Red.

Ein wesentliches regulatorisches Instrument zur Stützung der wirtschaftlichen Erholung nach der langen Krise war im Januar 2013 die Verabschiedung der Novelle des REIT-Gesetzes durch die spanische Regierung. Der am Boden liegende Immobilienmarkt, der in den Krisenjahren einen dramatischen Rückgang nationaler wie auch internationaler Immobilieninvestitionen erleiden musste, sollte nach dem Willen des Gesetzgebers durch steuerliche Erleichterungen eine spürbare Wiederbelebung erfahren. Vier-einhalb Jahre später lässt sich nunmehr auf eine beeindruckende Entwicklung der SOCIMIs (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario) zurückblicken und auch ein messbarer Einfluss auf Investitionsvolumina und Preisentwicklung feststellen.

Stellt sich nun die Frage, inwieweit die beabsichtigten Effekte eingetreten sind und was diese für ausländische Investoren in Spanien bedeuten.

In kurzer Zusammenfassung sieht das Regelwerk der SOCIMI vor:

- Vollständige Befreiung von der gesetzlichen Körperschaftsteuer (Regelsatz 25 Prozent).
- Individualbesteuerung auf Aktionärs-ebene.
- Immobilienbestand: mindestens ein Objekt.
- Mindest-Haltefrist der Immobilien: drei Jahre.
- Ausschüttung: 80 Prozent der Mieteinnahmen, 50 Prozent Veräußerungsgewinne, 100 Prozent Dividenden.
- Mindeststammkapital: Fünf Millionen Euro, auch in Form einer Sachanlage.
- Free float: mindestens zwei Millionen Euro oder 25 Prozent des Stammkapitals.
- Fremdkapitalaufnahme: keine Begrenzung.

Für die Börsenregistrierung bestehen grundsätzlich zwei Optionen: die Anmeldung am „Mercado Continuo“ für kontinuierlichen Handel und der Option der Aufnahme in den nationalen Index IBEX; oder die Registrierung am „Mercado Alternativo“, dem alternativen Small-Caps-Markt. Neben der Kapitalisierung ist auch der administrative Aufwand ein Entscheidungskriterium, da die Transparenz- und Informationsauf-lagen am Mercado Continuo deutlich höher – und damit auch kostenintensiver – sind. So übertrifft GMP Property als größte SOCIMI des Mercado Alternativo den kleinsten Spieler am kontinuierlichen Markt, Lar España, bereits um etwa 100 Millionen Euro an Kapitalisierung.

Mit Einführung der Gesetzesnovelle zum 1. Januar 2013 begann ein äußerst dynamischer Siegeszug des Modells SOCIMI, der bis zum heutigen Tag zu einer kumulierten Marktkapitalisierung des REIT-

Segments in Spanien von insgesamt 12,5 Milliarden Euro geführt hat.

Seit 2013 großer Erfolg des SOCIMI-Modells

Davon vereinen alleine die vier am kontinuierlichen Markt notierenden REITs aktuell insgesamt ein Stammkapital von neun Milliarden Euro, von denen „Merlin Properties“ mit etwa 5,39 Milliarden Euro Kapitalisierung der mit Abstand größte Player im Lande ist. Die Wurzeln von Merlin Properties sind dabei eng mit dem deutschen Investmentmarkt verknüpft: Als Management-Buy-out aus der ehemaligen RREEF in Madrid gestartet, das sich auf ein etwa 900 Millionen Euro schweres, landesweites Portfolio von BBVA-Filialen stützte, war Merlin einer der ersten Börsengänge am kontinuierlichen Markt und hat das internationale Interesse am 2013/2014 einsetzenden Spanien-Boom in vollem Umfang mitgenommen: Zu den Aktionären der ersten Stunde zählen die UBS Group, Standard Life, Crédit Suisse, BNP Paribas.

Doch nicht nur Merlin kann auf ausländisches Kapital bauen: Der größte Aktionär der etwa 1,65 Milliarden Euro starken „Hispania Activos Inmobiliarias“ ist mit einem Anteil von über 16 Prozent der US-Milliardär George Soros. Und auch Lar España (Pimco, Franklin Templeton) und AxiaRE (JP Morgan Chase, Citygroup) verfügen über einen illustren, internationalen Aktionärskreis. Derartig gut kapitalisiert, beträgt das Anlagevermögen dieser vier SOCIMIs derzeit etwa 14,8 Milliarden Euro.

Und auch am Alternativen Börsenmarkt Madrid ist der „SOCIMI-Effekt“ deutlich zu spüren: Die dort gelisteten 30 SOCIMIs machen mit einer Kapitalisierung von aktuell etwa 3,5 Milliarden Euro mittlerweile fast 70 Prozent des Small Caps Markets aus, was die Popularität des spanischen REIT als simples und steueroptimiertes Investment-Vehikel unterstreicht. Alleine im Jahr 2016 waren hier 17 Neuaufnahmen zu verzeichnen und auch hier verbirgt sich internationales Kapital: Green-Oak, Blackstone, Deutsche Asset & Wealth, der Franzose Pierre Castel

Der Autor

Christopher Hütwohl

Managing Partner,
VALID Real Estate Strategies,
Frankfurt am Main, Madrid



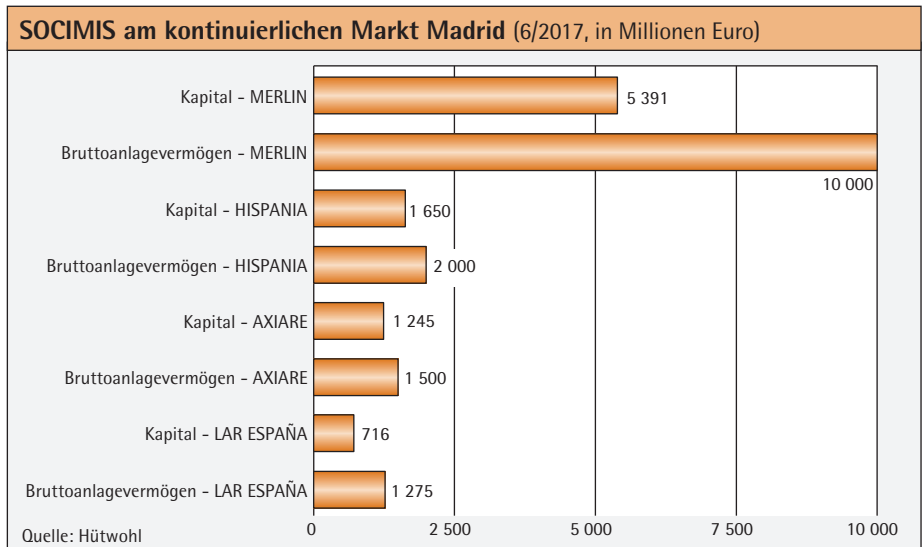
Quelle: Hütwohl

und die Regierung von Singapur belegen die vorderen Plätze im Ranking.

In der Entwicklung von Immobilienpreisen und Renditen hat sich der spanische Immobilienmarkt seit 2013 dem europa-weiten Gefüge deutlich angepasst. Kapitalwerte haben sich in zentralen Lagen seither nahezu verdoppelt und für ein renoviertes Bürogebäude in der Innenstadt von Madrid, das Anfang 2014 für etwa 3 500 Euro pro Quadratmeter zu haben war, werden jetzt etwa 6 000 Euro pro Quadratmeter verlangt. Bruttoanfangsrenditen haben sich für innerstädtische Bürolagen entsprechend von etwa sechs auf etwa 3,5 bis vier Prozent komprimiert, womit Madrid mit anderen europäischen Hauptstädten gleichgezogen hat. Betrachtet man darüber hinaus den CBD Madrid isoliert, ist das Preisgefüge nochmals deutlich herausfordernder: für renovierte, vermietete Bürogebäude in 1A-Lage werden auch schon mal 12 000 Euro pro Quadratmeter bezahlt und die durchschnittliche Nettoanfangsrendite nach EPRA für das CBD-Portfolio der Axiare SOCIMI wird im letzten Geschäftsbericht per Q1/17 mit 2,3 Prozent angegeben.

Kapitalwerte in zentralen Lagen verdoppeln sich

Worauf jedoch sind diese rapiden Entwicklungen konkret zurückzuführen und welchen Anteil haben die SOCIMIs daran? Natürlich unterliegt auch der spanische Investmentmarkt dem gleichen globalen Kapitaldruck, der derzeit die weltweiten Immobilienmärkte mit Liquidität überspült. Für Spanien gilt dabei nach wie vor der Sonderstatus eines „recovering markets“, der durch sinkende Arbeitslosigkeit, niedrige Löhne, günstige Baukosten und steigende Konsumerwartung gekennzeichnet ist. Dadurch bestehen nach wie vor hohe Erwartungen für ein kurz- und mittelfristiges Mietwachstum, das aus lokaler Konsolidierung und internationaler Expansions- und Standortpolitik resultiert soll. Es ist daher bei vielen Transaktionen zu beobachten, dass das erwartete Mietwachstum in Kaufpreisen und Bewertungen in solchem Maße Berücksichtigung findet, dass die Renditen, bezogen auf aktuelle Mietniveaus, zumindest als sehr optimistisch einzuschätzen sind. Der nötige Investitionsaufwand für Capex und Repositionierung von Gebäuden scheint in der Cashflow-Analyse in der Regel nur schwer unterzubringen, vor allem bei Unterstellung traditioneller Investment- und Haltestrukturen.



Ein wesentlicher preistreibender Faktor in Spanien waren daher seit 2013 eben auch gerade die SOCIMIs, die mittels der Körperschaftsteuer-Befreiung über einen 25-prozentigen Steuervorteil gegenüber jedem anderen lokalen s.p.v. verfügen. Während so beispielsweise die Gewinne einer lokalen Sociedad Limitada (S.L., spanische GmbH) oder eine Sociedad Anónima (S.A., spanische AG) mit 25 Prozent besteuert werden, wozu dann noch die Kapitalertragsteuer auf Anlegerebene zu rechnen ist, fällt bei Aktienbeteiligung an einer SOCIMI lediglich der Besteuerung des Aktionärs zum persönlichen Steuersatz an (definierte und isolierte Fälle ausgenommen). Der Nettoertrag der Investition ist somit deutlich höher und erlaubt für die gleiche Nettoerrendite eine aggressivere Preispolitik.

Bezieht man diesen Faktor gewichtet in die Renditeberechnung ein, so ergibt sich ein Spielraum von etwa 35 Prozent, der sich auf Objektebene in Kaufpreis umsetzen lässt. Dies entspricht in der Cashflow-Betrachtung etwa 150 bis 200 Basispunkten der Bruttoanfangsrendite, was einem ungeheuren Preisvorteil gleichkommt. Nimmt man nun noch die lokale Expertise der jeweiligen Managementgesellschaft hinzu, so ergibt sich für die SOCIMI ein enormer Marktvorteil gegenüber jedem ausländischen Wettbewerber, der weder über die steuerlichen Vorteile noch über die Präsenz und Erfahrung vor Ort verfügt.

Wie aus der obigen Betrachtung deutlich wird, ist die Nettoergebnisbetrachtung bei der Konkurrenz der SOCIMIs im spanischen Markt von weitaus größerer Bedeutung, als der Fokus auf die Anfangsrendite. Natürlich wird jeder vernünftige Investor immer die kaufmännische Vorsicht in den Vordergrund stellen

und alle üblichen Fundamentalwerte, wie beispielsweise den Kaufpreis pro Quadratmeter im historischen Median betrachten, wenn er den Angebotspreis für eine Immobilie ermittelt. Doch kommt der Haltestruktur und dem lokalen Investment- und Asset-Management im spanischen Markt heute eine deutlich größere Bedeutung zu, als dies noch in Zeiten vor der Krise der Fall war. Viele ausländische Investoren haben dies erkannt und nutzen etablierte SOCIMIs für ihre indirekten Engagements im spanischen Markt. Andere wiederum haben sich selbst organisatorisch aufgestellt und die entsprechende lokale Struktur geschaffen, wie eine große Zahl der am alternativen Markt notierten SOCIMIs zeigt. Gerade im Small-Caps-Segment ist der administrative Aufwand überschaubar und wird auch bereits durch mittlere Investitionsvolumina gerechtfertigt.

Für eine erfolgreiche Umsetzung von Investmentstrategien in Spanien ist eine gründliche und strukturierte Analyse möglicher Haltestrukturen unter Einbeziehung des SOCIMI-Regimes unumgänglich. Alle anderen, traditionellen Lösungen über eine lokale GmbH oder eine fiskalische Niederlassung erlauben schlicht keine kompetitive Preisgestaltung, sodass im Ergebnis immer ein besseres Konkurrenzangebot den Zuschlag erhält. Selten waren in den vergangenen 20 Jahren die deutschen Investoren in Spanien so wenig präsent, wie dies aktuell der Fall ist. Das Interesse am Markt ist jedoch erkennbar vorhanden. Eine entsprechende fiskalische und organisatorische Struktur gibt auch im heutigen Marktumfeld die Handlungsoptionen, um auch in diesem Markt wieder erfolgreich Investments zu tätigen.