



## IM BLICKFELD

### Immobilien-Tokens: Die Substanz bleibt entscheidend

Das Leben steckt bekanntlich voller Überraschungen, die mitunter auch noch höchst ironisch sind. Die Geschichte der Blockchain ist dafür ein Paradebeispiel. Denn als Satoshi Nakamoto, dessen Identität bis heute ein Rätsel ist, 2008 den Bitcoin erfand, tat er dies aus tiefem Misstrauen gegenüber dem bestehenden Finanzsystem und dessen Hauptakteuren, den Banken. Was er dabei nicht ahnen konnte, ist, dass es genau diese Banken sein würden, die seitdem die dem Bitcoin zugrunde liegende Blockchain-Technologie geradezu euphorisch erforschen, erproben und zur Anwendung bringen. Anstatt sie also überflüssig zu machen, verheißt die Technologie den Kreditinstituten scheinbar gänzlich neue Handlungs- und Wachstumsoptionen. Mit zu den jüngsten „Experimentierwiesen“ gehört dabei die Tokenisierung von Immobilieninvestments, zu der nun die Hamburg Commercial Bank (HCOB) zusammen mit dem Frankfurt School Blockchain Center (FSBC) erstmals eine Bestandsaufnahme vorgenommen hat.

Ihr vielversprechendes Fazit: „Die Tokenisierung von Immobilien auf Blockchain-Basis hat das Potenzial, den konservativen Immobilienmarkt zu revolutionieren.“ Denn mithilfe der Technologie lieben sich einerseits die Kosten für die Emittenten reduzieren, und andererseits – dank der Teilbarkeit in kleinste und handelbare Einheiten – deutlich mehr Anleger erreichen. Die Autoren um Dr. Cyrus de la Rubia, Chefvolkswirt der HCOB, sowie Prof. Dr. Philipp Sandner, Leiter des Frankfurt School Blockchain Centers, halten aber auch fest, dass aus heutiger Sicht noch wichtige Voraussetzungen, beispielsweise digitale Grundbücher (im Idealfall ebenfalls auf Blockchain-Basis) und liquide Sekundärmärkte fehlten, um das gesamte Potenzial tokenisierter Immobilien auszuschöpfen.

Grundsätzlich unterscheidet die Studie zwischen einer engen Definition der Tokenisierung, bei der die Immobilie selbst tokenisiert wird, und einer weiten Auslegung, die nachrangige Darlehen oder Wertpapiere umfasst, aus denen sich der Anspruch auf einen Teil des Cashflows einer Immobilie ableiten lässt, der tokenisiert oder digital verbrieft wird. Letztere Variante ist heute zumeist gemeint, wenn von tokenisierten Immobilien die Rede ist. Und interessanterweise spielt Deutschland – ansonsten ja nicht unbedingt für seine digitale Vorreiterrolle bekannt – an dieser Stelle ganz vorn mit. So stammen immerhin sechs der insgesamt 41 Unternehmen, die weltweit bereits Immobilien tokenisiert haben, aus Deutschland. Lediglich die USA weisen mit 13 Unternehmen eine noch höhere Aktivität auf. Lob gebühre laut Sandner an dieser Stelle der BaFin, die das Thema sehr aufgeschlossen begleite.

Genau diese Aufgeschlossenheit empfiehlt de la Rubia unterdessen auch Banken und Fonds. Vor allem für die Anbieter von traditionellen Immobilienfonds könnte seiner Einschätzung nach eine zunehmende Tokenisierung von Assets bedeuten, dass sich der Wettbewerb schon bald deutlich intensivieren wird. Denn im Idealfall winkten überdurchschnittliche Renditen bei geringeren Kosten. Auf der anderen Seite darf man bei Immobilieninvestments aber natürlich nie die Risiken außer Acht lassen. De la Rubia hat in diesem Zusammenhang insbesondere auch die vielen jungen Kleinanleger im Sinn, die seit Kurzem äußerst sorglos mithilfe sogenannter Non-Fungible-Tokens (NFT) in digitale „Kunstwerke“ investieren. „Tokenisierung sagt zunächst einmal rein gar nichts aus über die Qualität

der zugrunde liegenden Immobilie“, mahnt de la Rubia völlig zu Recht eine gründliche Due Diligence an. Da diese gerade der Generation Z aber nur schwer zu vermitteln sein dürfte, sollte das Motto am Ende vielleicht doch lieber weiterhin ganz klassisch „Unilmmo“ anstatt „Blocklmmo“ lauten. ph

### Verbriefung: Mobilmachung der Immobilie

Immobilien-Exposure kann das Rendite-Risiko-Profil eines Portfolios erheblich verbessern. Besitzern kleinerer Vermögen bieten sich dafür Immobilienfonds oder REITs an. Doch hier fallen hohe Gebühren an – und man beteiligt sich an einem vorgefertigten Portfolio, das nicht unbedingt zu den eigenen Präferenzen und zur sonstigen Portfoliostruktur passt. Ein echtes Immobilien-Picking dagegen ist mit bestimmten Verbriefungsvehikeln möglich.

Verbriefung im Zusammenhang mit Immobilien hat seit der Finanzkrise von 2008 einen zweifelhaften Ruf – der so pauschal aber nicht gerechtfertigt ist. Er steht im Zusammenhang mit hypothekenbesicherten Wertpapieren (MBS), die im Vorfeld der Krise massenhaft begeben wurden. Dagegen gibt es andere Arten der Verbriefung von Immobilienkrediten, die in allen Krisenszenarien sehr sicher war und ist: der deutsche Hypothekendarlehenbrief. Das liegt daran, dass sein Inhaber im Fall eines Kreditausfalls ein erst-rangiges grundpfandrechtl. Recht zur Verwertung der als Sicherheit hinterlegten Immobilie genießt.

Pfandbriefe allerdings verbriefen Portfolios aus Hunderten oder Tausenden Hypothekendarlehen ähnlicher Bonität. Eine Exposure gegenüber Einzelimmobilien ist damit nicht möglich. Eine Methode, die das in kleiner Stückelung ermöglicht, ist die sogenannte Tokenisierung. Unter Einsatz der Blockchain-Technologie können Beteiligungen an Einzelkrediten oder auch Eigentumsrechte an Einzelimmobilien oder Teilen davon simuliert werden. Doch damit verlässt der Anleger allerdings die Welt des Wertpapierdepots. Für diese Investments gibt es bislang keinen globalen Standard, sie unterliegen sehr unterschiedlichen nationalen Regulierungen, die ein sehr unterschiedliches Maß an Rechtssicherheit bieten. Die Technologie impliziert auch, dass der Investor seine Investments nicht innerhalb seines Wertpapierdepots verwalten kann, sondern dafür eine separate Dokumentation oder ein Krypto-Wallet benötigt.

Sogenannte Real Estate Linked Certificates (RELINCs) gehen einen anderen Weg. Wie die genannten Token-Lösungen bilden sie Eigentumsrechte an einzelnen Immobilien oder Bruchteilen davon nach, jedoch verfügen sie über eine internationale Wertpapierkennnummer und können damit innerhalb des gewohnten Wertpapierdepots verwaltet werden. Anders als bei der Tokenisierung verlässt der Anleger das regulierte Bankensystem nicht. Dafür wird unter dem Dach einer spezifischen Verbriefungsgesellschaft für jede einzelne Immobilie ein sogenanntes Compartment geschaffen. Die Verbriefungsgesellschaft wird als Eigentümerin ins Grundbuch eingetragen. Ähnlich dem Sondervermögen eines Investmentfonds ist die Immobilie im Insolvenzfall der Gesellschaft vor dem Zugriff Dritter geschützt. Der wichtige Unterschied hierbei: Auch mögliche Schwierigkeiten bei einer anderen Immobilie unter dem gemeinsamen Dach tangieren die anderen Compartments nicht.

In einem nächsten Schritt begibt das einzelne Compartment RELINCs mit einem bestimmten Nennwert, die den Anspruch auf den Netto-Cashflow aus der Bewirtschaftung der jeweiligen Immobilie und auf den Wertzuwachs bei Verkauf des RELINCs verbrieft. Formal handelt es sich bei dem RELINC um ein Zertifikat, jedoch mit dem entscheidenden Unterschied zu den meisten anderen Zertifikaten, dass sein Wert von einem realen Wertgegenstand (der Immobilie) gedeckt ist und kein Emittentenrisiko besteht.

RELINCs sind derzeit die fortgeschrittenste Lösung, die den Aufbau eines diversifizierten Portfolios aus fraktionierten Einzelimmobilien innerhalb des Wertpapierdepots erlaubt und dabei die Sicherheit grundbuchähnlicher Rechte bietet.

*Martin Halblaub, Chairman, Estating S.A., Luxemburg*

## Handschlag statt Videocall

Es ist eine zentrale Pandemieerfahrung, die immer wieder diskutiert wird: Wir vermissen zwar den persönlichen Kontakt, aber die digitale Zusammenarbeit funktioniert dennoch erstaunlich gut – auch in der Immobilienwirtschaft. Dementsprechend werden aktuell viele Prozesse digitaler und effizienter gestaltet. Dabei darf eines aber nicht übersehen werden: Immobilien werden nicht in Videokonferenzen veräußert.

Gerade an Sekundärstandorten droht eine digitale Grabenbildung. Nach wie vor befinden sich die spannendsten Immobilien oft im Eigentum lokaler mittelständischer Unternehmen. Oder von Familien, die seit Generationen ein Mietshaus weitervererbt haben. Die Anbahnung bei derartigen „Gelegenheitsverkäufern“ ist ein hochgradig persönlicher Prozess: Es geht nicht allein um Fleißarbeit und darum, Adressen abzufahren – sondern vielmehr um den stetigen persönlichen Austausch, die Kontaktpflege und den Vertrauensaufbau.

Offt existieren zunächst keinerlei Ambitionen, zum Verkäufer zu werden. Warum aktuell ein guter Verkaufszeitpunkt sein könnte, muss in persönlichen Gesprächen vermittelt werden. Die Welt ist eine gänzlich andere als bei institutionellen Akteuren, die Immobilien in der Anbahnungsphase bis zu einem gewissen Punkt durchaus digital vermarkten respektive finden können. Die Unterschiede zeigen sich aber auch im späteren Verlauf der Transaktion immer wieder, wenn beispielsweise Datenräume bereitgestellt und Dokumente digitalisiert werden müssen. Die Digitalisierung in der Zusammenarbeit stößt in Regionalstädten noch aus einem zweiten Grund deutlich an ihre Grenzen: Man muss die jeweiligen Immobilien und deren Umgebung dringend persönlich vor Ort begutachten. Die eingehende Analyse der Mikrolage, der „richtige Riecher“ und ein Gefühl für die Immobilie sind dort noch wichtiger als in Großstädten wie Hamburg oder Berlin. Denn ähnlich wie in den A-Städten können sich in kleinen regionalen Städten die Standortqualitäten von einer Straße zur nächsten erheblich unterscheiden – mit dem Unterschied, dass die kleinen Städte weniger transparent sind.

Eine Digitalisierungspflicht gibt es dennoch für diejenigen, die sich erfolgreich jenseits der A-Städte bewegen wollen. Die Möglichkeit zum digitalen Wissensvorsprung ergibt sich hinter den Kulissen. Wo keine allgemein verfügbaren Daten sind und keine umfassende

Transparenz herrscht, müssen diese Informationen im Backoffice individuell erhoben und sinnvoll ausgewertet werden, damit die richtigen Entscheidungen schnell und sicher getroffen werden können.

*Steffen Schaack, Geschäftsführer,  
Dr. Lübke & Kelber GmbH, Frankfurt am Main*

## Aareal: Phantasie gefragt

Wer geglaubt hat, es werde mit dem lange ersehnten Amtsantritt eines neuen Vorstandschefs etwas ruhiger um den Wiesbadener Immobilienfinanzierer Aareal Bank, sieht sich getäuscht. Gerade einmal 24 Tage im Amt musste Jochen Klösges eine Ad-hoc mit brisantem Inhalt herausgeben. „Die Aareal Bank AG bestätigt, dass der Vorstand in ergebnisoffene Gespräche über eine mögliche Mehrheitsbeteiligung einer Gruppe von Finanzinvestoren unter Führung von Centerbridge und Towerbrook, sowie unter weiterer Beteiligung von Advent, an der Aareal Bank eingetreten ist“, hieß es hier.

Dabei hatte man in Wiesbaden doch so gehofft, dass der Druck zumindest an dieser Front nachlassen würde, hatte man doch mit dem strategisch klugen Move des Verkaufs eines 30-Prozent-Anteils an der umworbenen Tochter Aareon an Advent im Sommer 2020 den aufmüppigen Hegdefonds etwas den Wind aus den Segeln genommen. Doch gerade jene Advent sind nun Teil des durch den Abschied von Towerbrook aus dem Konsortium verbliebenen Investoren-Duos. Zu verlockend scheinen die vielen Millionen, die sich mit einer Abspaltung der Aareon erzielen ließen. Immerhin wurde diese im Zuge der Beteiligung Advents auf rund 960 Millionen Euro taxiert. Zum Vergleich: Die gesamte Marktkapitalisierung der Aareal-Gruppe betrug Ende Oktober rund 1,6 Milliarden Euro, allerdings spürbar getrieben durch die Übernahmephantasien, denn nach Bekanntgabe der Gespräche, die einen Übernahmepreis von 29 Euro je Aareal-Aktie avisierten, sprang der Kurs um mehr als 30 Prozent in die Höhe.

Der frische Wind scheint damit etwas verpufft, auch wenn der Ausgang der Gespräche nach wie vor offen ist. Es wird spannend sein, zu beobachten wie es der Aareal-Führung gelingt, ihre Ziele für das laufende Jahr trotz der Störfeuer zu erreichen und wie Geschäfts- und Finanzierungspartner der Wiesbadener auf die ungewisse Zukunft reagieren. Bislang wohl recht gelassen, wie auf der Expo Real, die am Tag nach der Ad-hoc begann, zu hören war. Aareal-Vertriebs- und Marktvorstand Christof Winkelmann jedenfalls hält seine Ziele für das laufende Jahr nicht gefährdet, auch nicht durch die Nachwehen der Corona-Pandemie. „Wir können Krise, denn wir sind ein Nischenspieler und können daher etwas agiler und flexibler reagieren als andere. Wir reüssieren, wenn das Geschäft schwieriger wird, weil wir den Zyklus durchgehend bedienen können.“ In der Tat verkraftet das auf den ersten Blick doch etwas riskante Portfolio der Aareal mit den Schwerpunkten Hotel, Büro, Retail und USA bislang alles sehr gut. Der Loan-to-Value ist zwar etwas angestiegen, aber fernab jedes Krisenmodus. Winkelmann geht davon aus, dass spätestens 2023 wieder das Niveau von 2019 erreicht werde. Über den wirtschaftlichen Erfolg werden die Neun-Monatszahlen Auskunft geben, die bei Redaktionsschluss leider noch nicht vorlagen. Aber nach den ordentlichen Halbjahreszahlen dürften hier ebenfalls keine Überraschungen warten. Es läuft also alles gut – eigentlich. Denn irgendwie ist bei der Aareal gerade wieder mal Phantasie gefragt. P.O.