

Im Blickfeld

Verschoben, aber nicht aufgehoben

Alles schien zu passen: An den Börsen hellte sich trotz manch widriger Umstände die Stimmung weiter auf, Wohnungen waren als Kapitalanlagen gefragt und auch die Medien begleiteten das Unternehmen überwiegend positiv. Am Ende nützte das alles nichts, die GSW Immobilien AG musste ihren seit Monaten vorbereiteten und für den 7. Mai 2010 geplanten Börsengang absagen. Einen neuen Versuch soll es zwar geben, aber wann dies sein könnte, bleibt offen. Erst einmal müssen in der Berliner Unternehmenszentrale, Charlottenstraße 4, noch die Wunden geleckert werden.

Die Zuversicht, mit der die GSW ihren Lauf an die Börse startete, war groß und die Gesellschaft durfte sich berechtigte Hoffnungen auf einen Erfolg machen. Ende April, genau in der Phase als das Unternehmen und seine Konsortialbanken mit Road Shows um Anleger warben, veröffentlichte die Deutsche Börse ihren Stimmungsindikator für Erstnotierungen. „Sinkende Volatilität der Aktienmärkte in Kombination mit steigenden Kursen deuten verstärkte Emissionsaktivitäten an“, machte die Deutsche Börse Mut. Ein sich stetig verbesserndes Umfeld für Börsengänge sei zu erwarten. Demnach war die Stimmung so gut wie seit Dezember 2007 nicht mehr.

Dass dies alles am Ende doch nicht reichte, lag sicherlich zum Gutteil an der sich plötzlich eintrübenden Großwetterlage an den Kapital- und Aktienmärkten, aber nicht zuletzt eben auch am Unternehmen selbst. Vor allem die Griechenland-Krise habe die potenziellen Anleger verunsichert, klagte die GSW. Denn das 110 Milliarden Euro schwere Hilfspaket für den hellenischen Pleite-Haushalt lässt einen Anstieg des Zinsniveaus in der Eurozone befürchten. Für Unternehmen mit hohem Fremdkapitaleinsatz erwachsen daraus schwer kalkulierbare Risiken. Davon sind insbesondere die teils hochverschuldeten Immobilien-Aktiengesellschaften betroffen. Vor allem auf Wohnimmobilien fokussierte Unternehmen wie Gagfah, Colonia Real Estate und Deutsche Wohnen haben deutliche Kursverluste erlitten.

Dass in diesem Umfeld ein Börsengang der GSW gelingen könne, galt schon bald als fragwürdig, wenn nicht sogar

unmöglich. So kamen nicht annähernd genügend Zeichnungswillige zusammen, um das vorgesehene Platzierungsvolumen unterzubringen. Kritisch wurde vor allem die hohe Verschuldung des Unternehmens gesehen. Mit den erhofften Emissionserlösen des Börsengangs sollte ein Kredit in Höhe von 72 Millionen Euro teilweise getilgt werden. In der Folge wäre die Loan-to-Value-Ratio nach Angaben des Unternehmens auf unter 60 Prozent gesunken. Darüber hinaus sollten mit dem frischen Kapital zinstragende EK 02-Steuerverbindlichkeiten in Höhe von 44,7 Millionen Euro beglichen werden. Allerdings steht im August 2011 ein mehr als 900 Millionen Euro schwerer Kredit zur Zinsanpassung an, für den die Investoren eine deutliche Verschlechterung der Konditionen erwarten. Auch die mit 13 Euro pro Quadratmeter im Jahr kalkulierten Instandhaltungsinvestitionen werden von einigen Marktbeobachtern als zu niedrig angesehen.

Für Verwirrung sorgte zudem die im Vorfeld des Börsengangs erfolgte kräftige Aufwertung des Immobilienvermögens der Gesellschaft, während die Liegenschaften von Wettbewerbern auf dem Berliner Wohnungsmarkt tendenziell abwerteten. In der Bundeshauptstadt besitzt die GSW rund 49 000 ehemals kommunale Wohnungen und verwaltet weitere 17 000 Wohnungen für Dritte. Im Zuge des angestrebten Börsennotierung kamen die unabhängigen Gutachter von CB Richard Ellis – mit gleicher Bewertungsmethode – jedoch zu einem Wert von 1 870 Euro pro Quadratmeter – deutlich mehr als die GSW bisher selbst ermittelte.

Den plötzlichen Wertzuwachs begründet das Unternehmen zum einen damit, dass es den Leerstand in seinen Beständen während der letzten Monaten von 5,8 Prozent auf etwa 4,5 Prozent abgebaut hat. Zum anderen sind die Mieten im Schnitt um 3,2 Prozent angehoben worden. Beides zusammen hätte die Ertragskraft des Wohnportfolios signifikant gesteigert, was sich wiederum positiv in der Bewertung niedergeschlagen habe. Trotzdem gelang es nicht, die vor allem aus angelsächsischen Ländern stammenden institutionellen Investoren zu überzeugen.

Die vorerst gescheiterte Erstnotierung der GSW macht das altbekannte Problem der deutschen Immobilienaktien deut-

lich: Es fehlt ihnen an Rückhalt im heimischen Markt. Inländische Anleger investieren lieber in Immobilienfonds oder erwerben die Objekte direkt. Immobilienaktien lassen sich dagegen fast nur bei ausländischen Investoren platzieren, deren Anlageverhalten sich jedoch mehr an makroökonomischen Entwicklungen und Perspektiven orientiert als an den Potenzialen des „underlying Assets“. Diese Überzeugungsarbeit vermochten ganz offensichtlich weder die GSW noch Goldman Sachs, Cerberus oder die Konsortialbanken zu leisten. L.H.

Umkehrhypothek – ein neuer Anlauf

Viele Rentner haben ein Problem: Sie sind „steinreich“, aber nicht liquide. Der Großteil ihres Vermögens, das sie im Laufe eines langen Berufslebens angesammelt haben, steckt in den eigenen vier Wänden. Das ist zwar gut, um mietfrei zu wohnen, doch reicht die gesparte Miete zusammen mit der staatlichen Rente nicht, um das gewohnte Lebensniveau zu halten.

Dieses Dilemma wird für künftige Senioren noch dramatischer, denn aus den staatlichen Rentenkassen ist immer weniger zu erwarten. Der Staat fördert zwar die private Altersvorsorge – auch ins Eigenheim –, doch wird auch das bei vielen die Rentenlücke nicht vollständig schließen können.

Die Lösung scheint einfach: Das Haus zahlt die Rente. Die Idee ist zwar uralte, wird aber aktuell wieder einmal als Innovation verkauft. Dabei waren schon die Bauern des frühen Mittelalters so schlau, ihre Höfe gegen eine Leibrente an einen Nachfolger zu überschreiben und sich aufs Altenteil zurückzuziehen, wenn sie selbst die Bewirtschaftung nicht mehr leisten konnten. Dieser Gedanke wurde hierzulande bereits 1871 im Bürgerlichen Gesetzbuch kodifiziert und hat sich in angelsächsischen Ländern bis in die modernen Zeiten als sogenannte Reverse Mortgage erhalten.

Seit gut einem Jahrzehnt wird nun schon mehrfach versucht, die „umgekehrte Hypothek“ auch hierzulande wieder populär zu machen. Als Vertrag zwischen Privatpersonen ist die Leibrente heute eine Nische, als institutionalisiertes Produkt lässt der Erfolg bislang gänzlich auf sich warten. Anno 2001 hatte der damalige Vorstand der Dresdner Bauspar AG,

Rüdiger Wiechers, auf einer Pressekonferenz seine Gedanken zur Umkehrhypothek in Deutschland präsentiert. Produkt geworden ist die Idee weder in Bad Vilbel noch bei der Konzernmutter in Frankfurt oder gar in München bei der Allianz, die kurz darauf die Dresdner Bank samt Bausparkasse gekauft hatte.

Dennoch geistert die Umkehrhypothek seitdem mit einem erstaunlichen Beharrungsvermögen durch die Finanzwirtschaft. Viele haben sich schon an einer Konzeption versucht. Mit der Hannover Leben hatte unlängst ein Versicherer das Produkt am Markt. Aber schon nach wenigen Monate wurde das Angebot geräuschlos eingestellt. Auch der Finanzdienstleister Immokasse bietet in Kooperation mit Banken eine Umkehrhypothek an. Schon vor Längerem nahm sich der Verband Öffentlicher Banken Deutschlands des „Themas“ an und erarbeitete einen eigenen Vorschlag, den jetzt die Investitionsbank Schleswig-Holstein (IB) im öffentlichem Auftrag als Pilotversuch umsetzt. Dass die Detailarbeit gut zwei Jahre beanspruchte, darf als Indiz für die offenkundig hohe Komplexität des Produktes gewertet werden. Denn es müssen hypothekarische und versicherungstechnische Elemente sinnvoll zusammengebracht werden.

Doch nicht nur die Produktgestaltung erweist sich als schwierig, auch der Absatz ist hierzulande bislang problematisch. Mit ihrer Immobilienrente will die Förderbank nichts weniger als den Markt öffnen und Marktversagen korrigieren. Mehr als 1 000 Interessenten, davon über 400 aus Schleswig-Holstein sollen sich infolge der Medienberichterstattung schon gemeldet haben. Wie viele das Produkt aber auch tatsächlich in Anspruch nehmen, mag die IB derzeit noch nicht abzuschätzen.

Die Erfahrungen aus dem Ausland zeigen aber, dass die Umkehrhypothek ohne politische Unterstützung wohl keine Chance auf Erfolg haben wird. Gefragt sind nicht Lippenbekenntnisse, sondern finanzielle Anreize. In den USA haben die Anbieter mühsame 15 Jahre gebraucht, um ein paar hundert Verträge abzuschließen. Erst dank staatlicher Mittel wurde 2007 die Schwelle von 300 000 Kontrakten erreicht. Hinsichtlich der Immobilienrente liegt vor der Investitionsbank Schleswig-Holstein also noch ein beschwerlicher Weg, den das Institut nicht als erster, aber vielleicht auch nicht als letzter geht. L.H.

Guter Zweck, falsche Mittel

Mehr als ein Jahr nachdem die Geschlossenen Fonds über ihren Verband ein Eckpunktepapier zur Regulierung Geschlossener Fonds vorgestellt hatten, kommt langsam wieder Bewegung in die Diskussion. Ende April präsentierte das Bundesfinanzministerium seinen Entwurf für ein neues Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) und versetzte die Fondsinitiatoren damit gehörig in Aufregung. Dabei wurden viele Vorschläge der Fondsindustrie aufgegriffen. So sieht die Novelle unter anderem einen Qualifikationsnachweis für die Vertriebe vor und verpflichtet zur Offenlegung der Provisionen.

Aber die Ministerialen ersannen auch einiges, das nicht jedem Anbieter gefällt. Denn nachdem bereits die Fondsprospekte von der BaFin nach formalen Kriterien geprüft werden, sollen nun auch die Vertriebe beaufsichtigt werden. Dazu bedurfte es jedoch eines kleinen, aber folgenschweren Kunstgriffs: Anteile an Geschlossenen Fonds werden als Finanzinstrumente definiert. Aufgrund dieser Klassifizierung dürften aber nur noch Finanzdienstleistungsinstitute Fondsanteile vertreiben. Diese Regelung träfe vor allem die freien Vertriebe, also Privatpersonen und Unternehmen, die bislang auf Basis einer Erlaubnis nach § 34c der Gewerbeordnung Fondsanteile vermittelten.

Zwar gewährt das Gesetz eine sechsmo-natige Frist, um die entsprechende Anerkennung bei der BaFin zu beantragen, doch dürften die mit dem Kreditwesengesetz verbundenen Regelungen tatsächlich weit über das hinausgehen, was ein einzelner Berater leisten kann. Darüber hinaus müssen auch die Berater, Vertriebsverantwortlichen und Compliance-Beauftragten der Fonds registriert werden. Das könnte den Absatz vor allem für Initiatoren, die ihre Produkte von freien Vermittlern verkaufen lassen, spürbar erschweren.

Das eigentliche Ziel, nämlich unseriösen Anbietern das Handwerk zu legen, wird nicht zuverlässig erreicht. Zweckdienlicher wäre sicherlich, dass die Manager des Anbieters und der Fonds eine entsprechende Qualifikation nachweisen müssen und dass die Zulassung als Fondsinitiator an den Nachweis eines Mindestkapitals geknüpft wird, wie es der Verband Geschlossener Fonds vorgeschlagen hat.

Im Ansatz richtig, im Detail aber unklar ist auch die geplante Vorgabe, dass zu jedem Produkt eine Kurzinformation erstellt werden muss. Die Erfahrungen aus dem Bankenbereich zeigen, wie schwer es trotzdem ist, einen einheitlichen Standard einzuführen, der die Produkte wirklich vergleichbar macht. Denn gelingt das nicht, wird der Anleger nur mit unsinnig viel Papier gequält, das letztlich mehr verwirren dürfte, als dass es Klarheit schafft. Zudem gilt die Sorge der Anbieter erfahrungsgemäß nicht der höheren Transparenz, sondern vor allem der Haftungsproblematik, die sich aus diesen Kurzinformati-onen ergeben kann.

Derweil stürmen erste Anbieter voraus und versuchen Maßstäbe zu setzen. So gab als erstes Emissionshaus MPC Capital ein solches Informationsblatt für einen seiner im Vertrieb befindlichen Geschlossenen Immobilienfonds heraus. Es darf davon ausgegangen werden, dass es sich hierbei weniger um eine Aufklärungsinitiative, sondern vielmehr um eine Marketingmaßnahme handelt. Damit verfehlt das Gesetz sein Ziel einer höheren Transparenz schon vor dem Inkrafttreten.

Das im Gesetzentwurf vorgesehene Gebot zur anlegergerechten Beratung sollte eigentlich eine Selbstverständlichkeit sein. Aber immerhin erkennen die Fondsinitiatoren an, dass an dieser Stelle durchaus Handlungsbedarf besteht. Trotzdem stören sich manche daran, dass die BaFin bei Fehlverhalten in der Anlageberatung Sanktionen wie zum Beispiel Bußgelder verhängen darf. Man darf daher in Zukunft mit einer beträchtlichen Zahl an gerichtlichen Auseinandersetzungen rechnen.

Abgesehen von der grundsätzlichen Frage, inwieweit Investitionen in Geschlossene Fonds nicht den gleichen Anlegerschutz haben sollten wie jede andere Unternehmensbeteiligung, denn nichts anderes sind diese Investitionen, bleibt zweifelhaft, ob die jetzt vorgeschlagenen Regelungen den Anlegerschutz tatsächlich stärken. Ebenso diskussionswürdig ist die politisch gewollte Kontrolle der Fondsanbieter und -vertriebe durch die BaFin. Angesichts der Vielzahl der Initiatoren, Produkte und Vertriebe dürfte der Prüfungsaufwand die Aufsicht erheblich in Anspruch nehmen. Vielleicht werden einige Initiatoren an den neuen gesetzlichen Hürden scheitern, aber es wird sicherlich nicht das Ende der Kapitalanlage in Geschlossene Fonds sein. L.H.