

Im Blickfeld

Falsch verstandener Protektionismus

Bei Private Placements oder auch Club Deals, bei denen sich sehr vermögende Private oder deren Family Offices zu Immobilieninvestments zusammenschließen, scheint es eine universelle Regel zu geben. Sie lautet: Die lokalen Akteure schließen sich zusammen, also Vermögende aus dem Land, in dem auch die Immobilie liegt. Private Club Deals über Ländergrenzen hinweg sind selten. Auf den ersten Blick mag das daran liegen, dass reiche nordamerikanische Anleger nicht immer das gleiche Risikoprofil aufweisen wie vermögende Private aus Deutschland oder auch Israel. Aber selbst für die Schnittmengen, die ein ähnliches Anlageverhalten aufweisen, gilt: Sie finden nur selten länderübergreifend zusammen.

Denn die Club Deals für Private sind nicht gerecht strukturiert. Nahezu alle Initiatoren fordern von Anlegern, die nicht aus der Investmentregion kommen, eine zusätzliche Gebühr. Einen Aufpreis, genannt Step-up, man könnte es auch falsch verstandenen Protektionismus nennen. Bei Club Deals von Versicherungen beispielsweise mag dies anders aussehen – bei vermögenden Privaten hingegen gibt es den Step-up in fast jedem Fall. Er macht das Angebot für ausländische Akteure weniger attraktiv, schreckt sie ab.

Falsch verstanden ist der Protektionismus, weil er den ohnehin bereits kleinen, exklusiven Kreis möglicher Anleger noch zusätzlich verkleinert. Es gibt naturgemäß in jedem Land nur eine begrenzte Zahl an Menschen, die vermögend (und liquide) genug sind, sich mit zwei- oder auch dreistelligen Millionenbeträgen an Immobilien zu beteiligen. Warum sollten Ausländer hier benachteiligt werden? Es gibt gute Gründe, allen Anlegern weltweit die gleichen Konditionen zu bieten. Der Initiator erhöht seine Chancen, das Investment zum Wohle aller Beteiligten zum Erfolg zu führen, wenn er alle potenziellen Investoren als gleichberechtigte Mitglieder einer globalen Community sieht.

Zwar wird weiterhin der Anleger vor Ort den Anfang machen. Der Heimatinvestor ist üblicherweise erfahren und voll informiert, ein lokaler Experte. Und gerade

deshalb ist seine Entscheidung für ein Investment eine positive Wertung. Für ausländische Investoren ist dies ein wichtiger Gradmesser und in gewisser Hinsicht auch Gütesiegel, ein Indikator für Qualität und ein Anreiz, sich ebenfalls zu beteiligen. Voraussetzung ist natürlich Transparenz: Innerhalb des potenziellen Kreises möglicher globaler Mitinvestoren darf es kein Geheimnis sein, wer zusagt. Ist dies gegeben, werden inländische Gelder sukzessive durch ausländische ergänzt.

Professor Lorenz Reibling, Senior Partner, Taurus Investment Holdings, LLC, Boston

IVG: durchschaubare Dramaturgie

Die IVG inszeniert den nächsten Akt. Es gehört wohl zu jeder guten Theatervorstellung, in die Handlung ein paar dramatische Wendungen einzuflechten. Ein besonderes Verwirrspiel führt seit geraumer Zeit der Bonner Immobilienkonzern auf. Über Jahre werden dessen Refinanzierungsrisiken kleingeredet, bis es schließlich doch zum Showdown zwischen Aktionären und Gläubigern sowie zur Auseinandersetzung zwischen den Gläubigergruppen kommt. Dabei besteht faktisch ein Patt zwischen den verschiedenen Parteien. Bekanntlich sind das die Konstellationen, aus denen echte Dramen entstehen. Alle sind auf Gedeih und Verderb miteinander verbunden.

Für Wirtschaftsunternehmen sind das freilich keine Alternativen, wenn man den vor- und umsichtig handelnden Kaufmann im Kopf hat. Doch vielleicht ist das ein Idealbild, das hier als Maßstab nicht passt. Es ist von und in der IVG in der Vergangenheit viel gezockt und hoch gepokert worden. Dazu haben aber neben dem Vorstand auch die Aktionäre und Gläubiger ihren Teil beigetragen. In vielem hat sich das Unternehmen verspekuliert. Doch wurde schlecht taktiert?

Wie es um den Konzern wirklich steht, haben Vorstand, Aufsichtsrat, Großaktionäre und Gläubiger – einstige und heutige – gewusst. Denjenigen, die über das Schicksal der IVG entscheiden, muss klar gewesen sein, was nach dem Scheitern der Restrukturierungsverhandlungen geschieht. Das jetzt genehmigte Schutz-

schirmverfahren kann also trotz der optimistischen Visionen und des nach außen kommunizierten Blendwerks nicht unvorhergesehen gekommen sein. Man darf daher weiterhin gespannt sein, ob es mit der IVG noch ein gutes Ende nimmt – oder eben doch nicht. L.H.

Deutsche Wohnen – wo bleibt die Story?

Die Börse liebt Fantasie. Wer auf dem Parkett eine vielversprechende Story zu bieten hat, darf sich großen Interesses und hoher Wertschätzung erfreuen. Umso bedauerlicher ist, dass der Deutschen Wohnen nicht viel mehr einfällt, als den Wettbewerber GSW übernehmen zu wollen. Damit steht das Unternehmen jedoch nicht allein da. Vielmehr reiht es sich in den Kreis der börsennotierten Bestandhalter ein, die in der Flucht internationaler Investoren in deutsche Mietwohnungen eine Bestätigung der eigenen Managementqualitäten wännen. Tatsächlich greifen Kapitalanleger, wenn sie denn hiesige Immobilienaktien ins Portfolio nehmen wollen, derzeit immer noch eher zu Wohnungen als zu Gewerbeliegenschaften.

Allerdings besteht kein Anlass zum Schulterklopfen. Bekanntlich sind deutsche Immobilien nur deshalb so gefragt, weil erstens kaum eine andere Kapitalanlage bei vergleichbarem Risiko ähnlich attraktive Renditen bietet. Zweitens machen Volkswirtschaft und Staatshaushalt Deutschlands einen im internationalen Vergleich noch recht soliden Eindruck. Drittens sorgen extrem niedrige Zinsen dafür, dass die Fremdkapitalaufnahme äußerst günstig ist und viertens finanzieren die Banken Mehrfamilienhäuser auch noch an den Standorten, wo sie für Gewerbeimmobilien schon keinen Kredit mehr geben.

Wer in deutsche Wohnungen investiert, bekommt vor allem Sicherheit. Verglichen mit der Industrie bietet das Management von Mietverträgen relativ wenig Wachstums- und erst recht kaum Innovationspotenzial. Dass Wohnen in Deutschlands Ballungsräumen und Universitätsstädten teurer wird, ist hinreichend belegt. Demografische Effekte wie der zunehmende Wohnraumbedarf pro Person haben dazu ebenso beigetragen wie die Vernachlässigung der

Neubauförderung durch die Politik oder der Abgang von vermeintlich unrentablen Wohnungsbeständen nach Privatisierungen.

Die möglichen Wachstumspotenziale der gewerblichen Wohnungswirtschaft sind also vor allem durch externe und weniger durch interne Faktoren getrieben. Gewiss ist in einst öffentlichen Wohnungsbeständen nach der Privatisierung einiges optimiert worden. Das fängt bei der Investition in IT-Systeme an, geht über die Neuordnung der Bankverbindlichkeiten und hört beim Einkauf von Facility Management und Energie noch lange nicht auf. Doch zum einen hat es diesen Wandel nicht nur in den privaten, sondern auch in öffentlichen Unternehmen gegeben, und zum anderen sind die Potenziale der internen Effizienzsteige-

sind wegen der hohen Nachfrage teuer. Mit einer Ausnahme: In Aktiengesellschaften verpackte Wohnungsportfolios werden an der Börse noch relativ günstig gehandelt. So bewertet die Deutsche Wohnen die GSW um 15,4 Prozent besser als deren Börsenkurs. Die Anteilseigner der GSW freute es, zog die Aktie nach Bekanntgabe des Übernahmeangebots von 31,50 Euro auf 34,35 Euro in der Spitze an. Dagegen verlor die Aktie der Deutschen Wohnen binnen eines Tages etwa sechs Prozent.

Zumindest an der Börse findet die Strategie „Wachstum durch Übernahme“ also keine Zustimmung. Dabei rechnet die Deutsche Wohnen vor, dass sie mit 25 Millionen Euro Integrationskosten nach insgesamt 24 Monaten jährliche Synergiepotenziale in Höhe von 25 Mil-

ter Wettlauf statt, welche der börsennotierten Wohnungsgesellschaften am schnellsten wächst und die größte Marktkapitalisierung ausweist. Doch passen der Drang nach Größe und der Anspruch, in Europas erster Liga spielen zu wollen, zum relativ kleinen Markt der deutschen Immobilienaktien? Die IVG, die sich noch vor wenigen Jahren als das größte deutsche Immobilienunternehmen an der Börse feierte, dieser Tage aber Insolvenzantrag stellen musste, mahnt, Ambitionen und Möglichkeiten realistisch einzuschätzen.

Einen andern Weg geht dagegen Patrizia Immobilien. Sie verkauft ihre Bestände zu einem Zeitpunkt, in dem die Nachfrage und die Preise hoch sind, und bietet stattdessen ihre Kernkompetenz – das Asset Management großer Immobilien-

Die zehn größten Immobilien-Transaktionen in Deutschland

Zeitpunkt	Name des verkauften Portfolios/Unternehmens	Nutzungsart	Wert des Portfolios (inklusive Schulden) Millionen Euro	Verkäufer	Käufer
Juni 2008	LEG	Wohnen	5 255,0	LEG	Goldman Sachs Group Inc
April 2013	GBW AG	Wohnen	3 193,2	Bayern-LB Holding AG	Investorengruppe (über Patrizia Alternative)
September 2008	IVG Kavernen GmbH	Kavernen	2 483,6	IVG Immobilien AG	Caverns Fund
August 2013	GSW Immobilien AG	Wohnen	2 426,0	GSW Immobilien AG	Deutsche Wohnen AG
Februar 2008	Daimler AG-Quartier Potsdamer	Gewerbe	2 067,6	Daimler AG	Skandinaviska Enskilda Banken
Februar 2012	LBBW Immobilien GmbH	Wohnen	1 892,1	Landesbank Baden-Württemberg	Investorengruppe (über Patrizia Alternative, LVM Tredje AP-fonden)
April 2008	Deutsche Post World Net-Real		1 562,3	Deutsche Post AG	Lone Star Funds
Mai 2012	Baubecon Immobilien GmbH	Wohnen	1 552,5	Barclays PLC	Deutsche Wohnen AG
Dezember 2012	Highstreet-Stores(17)	Einzelhandel	1 451,4	Goldman Sachs Group Inc	Investorengruppe (über Signa Holding GmbH)
Dezember 2012	TLG Immobilien GmbH	Gewerbe	1 438,1	TLG Immobilien GmbH	Lone Star Funds

Quelle: Thomson Reuters

rung endlich oder zumindest mit Mehrkosten verbunden, die zum möglichen Mehrertrag in keinem wirtschaftlich wünschenswerten oder nachhaltigen Verhältnis stehen.

Sobald die Möglichkeiten der internen Optimierung ausgereizt sind, wird es für börsennotierte Wohnungsvermieter schwierig, eine attraktive Story zu liefern. Produktionssteigerung durch Neubau ist in den Zuzugsregionen zwar vielversprechend, doch wegen der knappen und teuren Grundstücke sehr schwierig. Also werden Bestandswohnungen zugekauft. Doch auch die

lionen Euro realisieren könne. Neben der eigenen Verwaltung und der Bestandsbewirtschaftung sollen vor allem das Facility Management, die Versicherungen und der Energieeinkauf besser skaliert werden. Damit sollen sich die operativen Erträge (FFO) je Aktie im mittleren einstelligen Prozentbereich verbessern. Außerdem erhofft sich das Management der Deutschen Wohnen von der neuen Größe eine noch bessere Wahrnehmung an den internationalen Kapitalmärkten.

Mit der Strategie ist die Deutsche Wohnen nicht allein. Es findet ein regelrech-

bestände – institutionellen Kapitalanlegern an. Dabei sichert sich die Gesellschaft ihre Mandate, indem sie als Co-Investor fungiert und dafür die Gewinne nutzt, die aus dem Verkauf der Bestandsobjekte erzielt wurden. Im Ergebnis managt das Augsburger Unternehmen wesentlich mehr Wohnungen, als es selbst je hatte oder aus eigener Kraft hätte kaufen können. Und in der Anbindung neuer Investoren liegen noch gewaltige „Produktionspotenziale“. Daran sollten sich Deutsche Wohnen und Co. mehr orientieren als an Unternehmen in völlig anderen Immobilienmärkten. L.H.