

„Eine solide langfristige Finanzierung mit reduziertem Verschuldungsgrad sollte sich auszahlen“

INTERVIEW MIT PROF. DR. HEINZ REHKUGLER,
ALBERT-LUDWIGS-UNIVERSITÄT FREIBURG

Deutsche Immobilienaktien und REITs notieren derzeit deutlich unter dem NAV. Eindeutige Gründe hierfür sind schwer auszumachen, die Marktmenge ist nach Meinung von Prof. Dr. Heinz Rehkugler aber sicher einer der Gründe. Nach seiner Meinung sollten sich in schwierigen Zeiten eine langfristige Finanzierung mit reduziertem Verschuldungsgrad und ein Cashflow-starkes Portfolio auszahlen.



Prof. Dr. Heinz Rehkugler, Lehrstuhl für
Finanzwirtschaft und Banken,
Albert-Ludwigs-Universität Freiburg

REAL ESTATE MAGAZIN: In Deutschland sind die Schwankungen um den NAV viel größer als in anderen Ländern, woran liegt das?

REHKUGLER: Erst einmal können wir nur feststellen, dass die Abschläge auf die NAVs höher ausfallen. Nach einem kurzen Strohofer kann von starken Schwankungen in die andere Richtung nicht die Rede sein. Es ist schwer, eindeutige Gründe hierfür auszumachen, zumal falls man unterstellt, dass zu größeren Teilen auch internationale Investoren deutsche Werte gekauft haben, diese also im Vergleich zu Immobiliengesellschaften anderer Länder bewerten. Ein Grund ist sicher die Marktmenge, also die geringe Zahl von Unternehmen und deren – von nur einer knappen Handvoll Big Players abgesehen – sehr geringe Marktkapitalisierung. Aus fundamentalen Überlegungen könnte zum einen bei einigen Unternehmen eine Rolle spielen, dass deren Strategie nicht als überzeugend eingeschätzt wird und/oder dass diese nicht überzeugend kommuniziert wird. Ebenso fällt auf, dass im internationalen Vergleich viele deutsche Immobilien-AGs recht hohe Verschuldungsgrade aufweisen.

REAL ESTATE MAGAZIN: Welche Rolle spielt dabei der im internationalen Vergleich hohe Verschuldungsgrad deutscher Immobilienunternehmen?

REHKUGLER: Wie eben schon angedeutet, könnte dieser unter den aktuellen gesamtwirtschaftlichen und finanziellen Rahmenbedingungen und Erwartungen einen starken negativen Effekt auf die Bewertung haben. Denn diese schlagen in doppelter Weise auf die fundamental gerechtfertigten Unternehmenswerte durch. Zum einen hebt ein hoher Verschuldungsgrad bei einem Sinken der Immobilienwerte den NAV des Unternehmens kräftig nach unten (bei hohem Leverage leicht um das Vierfache der Wertveränderung), zum anderen führt eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen, die ja bei hoher Verschuldung deutlich stärker ausfällt als bei moderater Fremdfinanzierung, zu einer Verengung der Margen zwischen Mieterträgen und Finanzierungskosten. Dies drückt auf die Gewinnerwartungen. Zusätzlich belastet das höhere Refinanzierungsrisiko die Kurse. Ich muss aber betonen, dass auch deutsche Werte mit enormen Abschlägen auf den NAV vom Markt „abgestraft“ wurden, für die diese Argumente gar nicht zutreffen.

REAL ESTATE MAGAZIN: Sind aus Ihrer Sicht weitere Rückgänge der NAVs zu befürchten?

REHKUGLER: Die Entwicklung der Immobilienwerte generell hängt in starkem Maße davon ab, wie die weltwirtschaftliche Krise

einerseits sich weiter entwickelt und die eingeleiteten Rettungs- und Stützungsmaßnahmen andererseits anschlagen. Nur wenn wir einen deutlichen Einbruch der Wirtschaftsentwicklung zu befürchten haben, werden die auf vielen Teilmärkten an sich eher nach oben entwickelnden Mieten gebremst werden. Gleiches gilt für die Diskontierungsfaktoren. Bleiben die Risikoaufschläge hoch, dann besteht ein Abwertungspotenzial bei Wohnungs- und Gewerbeimmobilien, das ich bei durchaus 5-10% sehen würde. Dabei muss aber stark nach einzelnen Unternehmen und Teilportfolios differenziert werden. Ein anderer Aspekt ist allerdings, dass wir in den Halbjahresberichten bei vielen Unternehmen kaum Korrekturen der Immobilienwerte gesehen haben, sodass hier verschiedentlich Nachhol- und Anpassungsbedarf bestehen dürfte.

REAL ESTATE MAGAZIN: Zurzeit fließt viel Geld in institutionelle Fonds. Wenn die Argumente gegen Immobilienaktien (sinkende NAVs) korrekt sind, dann müssten Fonds doch noch viel stärker betroffen sein, da die Aktien bereits deutlich unter NAV notieren, oder?

REHKUGLER: Das ist ein starkes Argument, das ich teile. Wenn die Argumente, dass die Immobilienwerte nach unten tendieren, ja eigentlich schon gesunken sind, dies aber in den Bewertungen noch nicht realisiert ist, dann dürfte dies auch für die von Fonds gehaltenen Immobilien gelten, zumindest soweit es sich um schon länger gehaltene Bestandsimmobilien handelt. Sich in solchen Fonds zu engagieren bedeutet, heute den vollen NAV zu bezahlen. Ist der „wirkliche“ NAV aber niedriger (oder birgt Risiken, dass die Werte sinken könnten), dann zahlt und riskiert der Investor erheblich

mehr, als er bei einem Engagement in eine Immobilien-AG, die erheblich unter ihrem NAV notiert, bezahlen und riskieren müsste. Die Tatsache, dass keine Abschreibungen aufgrund schwankender Börsenkurse vorgenommen werden müssen, wird hier möglicherweise nur eine unzureichende Kompensation bieten.

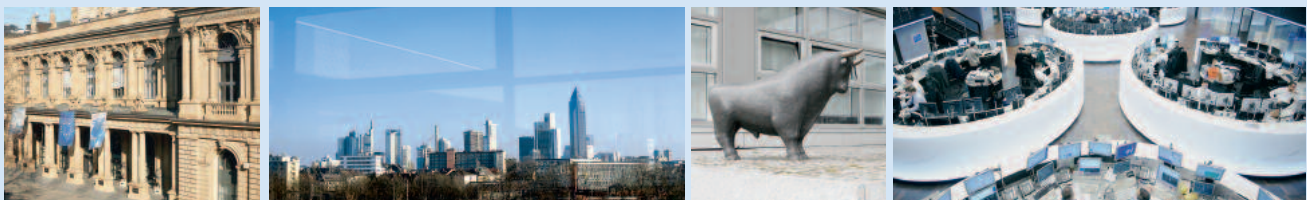
REAL ESTATE MAGAZIN: Welche Geschäftsmodelle sind von einem konjunkturellen Rückgang aus Ihrer Sicht am wenigsten betroffen?

REHKUGLER: Erst einmal eine simple Antwort: die Überzeugenden. Unklare, schnell wechselnde Geschäftsmodelle werden sicher verstärkt Abschlüsse hinnehmen müssen. Es ist wohl nicht die Zeit der großen Gewinne durch den Umschlag von Beständen. Was sich in der nächsten, sicher recht schwierigen Zeit auszahlen wird, ist auf der Passivseite eine solide langfristige Finanzierung mit reduziertem Verschuldungsgrad und auf der Vermögensseite ein Cashflow-starkes Portfolio, das das Überleben und die Erwirtschaftung ausschüttbarer Gewinne gewährleistet.

REAL ESTATE MAGAZIN: Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Christian Schiffmacher.

www.deutsche-boerse.com/reits



Events

Swiss Equity real estate day
26. November 2008
Hotel Park Hyatt, Zürich
www.swissequityrealestateday.ch

CIMMIT 2009
Deutsche Börse REITS
2. und 3. Februar 2009
Hilton Frankfurt Hotel, Frankfurt am Main

Bitte vormerken:

Deutsches Eigenkapitalforum Herbst 2009
9. – 11. November 2009
Frankfurt am Main
www.eigenkapitalforum.com

Teilnehmer am Deutsche Börse REITs-Segment

Herkunft	Anzahl
Deutschland	2
■ alstria office REIT-AG	
■ Fair Value REIT-AG	
USA	116
Kanada	4
Asien	14
Europa*	25
Insgesamt	161

* außer Deutschland
Stand: 30. 09. 2008
Quelle: Deutsche Börse

RX REIT Index



Stand: 30.09.2008