

GASTBEITRAG

Immobilienaktien sind zu Unrecht Mauerblümchen

GÜNTER MANUEL GIEHR

Börsen-Zeitung, 15.10.2011

Die Versicherungswirtschaft steht angesichts der Euro-Schuldenkrise und entsprechend volatiler Staatsanleihen vor der Herausforderung, ihren Mindestverzinsungsansprüchen nachhaltig gerecht zu werden. Aufgrund zunehmender Unsicherheit und der vielfältigen Unwägbarkeiten auf den Kapitalmärkten werden mehr denn je Ergänzungen und Alternativen zu den klassischen Anlagevehikeln gesucht. Sachwerte sind gefragt, so zum Beispiel Immobilien.

Die großen Anleger der Assekuranz stehen bei direkten Immobilieninvestments vor einem Dilemma. Ein langfristiger und sicherheitsorientierter Bestandhalter, der in qualitativ hochwertige Grundstücke mit langfristiger Wert- und Cash-flow-Stabilität sowie einer akzeptablen laufenden Rendite investieren will, findet derzeit nur ein sehr limitiertes Angebot vor. Der Nachfrageüberhang im Markt spiegelt sich direkt im Preis und einer häufig nur noch knappen bis unzureichenden Rendite wider.

Informationsasymmetrie

Zudem ist der Investor vor allem in Deutschland mit einer Informationsasymmetrie konfrontiert. Im Vergleich zu Kapitalmarktprodukten ist die Transparenz verfügbarer Daten zu Preisen, Mieten und Renditen höchst unvollständig. Die im derzeitigen Marktumfeld möglichen Investitionsrechnungen lassen keinen Raum für eine vom Investor zu fordernde Risikoprämie. Ferner sieht sich der Investor hohen Transaktions- und Managementkosten gegenübergestellt. Auch die Zeitdauer der Vorbereitung und des Vollzugs der Transaktion ist ein Risikofaktor und muss in die Renditebetrachtung eingehen. Fungibilitätsbeschränkungen sind überdies bei der Bestimmung des gewünschten Marktein- und -ausstiegszeitpunkts zu berücksichtigen.

Steht jedoch nicht das statische Produkt „Immobilie“ als Anlageform im Fokus, sondern betrachtet man das Investmentziel als „Erreichung adäquater Rendite-Risiko-Profile“ auf Basis von Immobilien als Underlying, so rücken Immobilienaktien

als deutlich flexiblere und liquidere Form der Immobilienanlage in den Blickpunkt. Mit Immobilienaktien ist der Investor innerhalb kürzester Zeit in der Lage, flexibel auf Marktschwankungen zu reagieren. Transaktionskosten sind gering, Transparenz ist hoch und börsentäglich kann gehandelt werden. Vor allem Real Estate Investment Trusts (Reits) als steuerbegünstigte Ausprägung von Immobilienaktien lohnen einen näheren Blick.

In Deutschland wird gerne darüber diskutiert, ob Immobilienaktiengesellschaften bzw. Reits überhaupt der Assetklasse Immobilien zugeordnet werden können. Die Leidenschaft dieser Diskussionen mag mit der erst kurzen Historie von Immobilienaktien in Deutschland und dem noch relativ geringen Marktanteil zusammenhängen. Die internationale Perspektive jedoch hilft beim Verständnis. Reits existieren in den USA seit den sechziger Jahren, und die Marktkapitalisierung globaler Immobilienaktien und Reits von rund 800 Mrd. Dollar zeigt, dass diese Anlageform nicht nur etabliert, sondern auch sehr populär ist. Auch das stetige Wachstum der Reit-Gesellschaften seit Mitte der neunziger Jahre belegt den positiven Trend weltweit: Inzwischen haben 20 Länder eine eigene Reit-Gesetzgebung etabliert. Auch die für Immobilieninvestoren wichtigen Länder wie Frankreich und später Großbritannien sind nachgezogen.

Die Gründe für die hohe internationale Akzeptanz sind vielfältig: Zunächst verfügen Immobilienaktien bzw. Reits über einen echten inneren Wert, den Net Asset Value (NAV). Regelmäßige Zahlungsflüsse (Mieten/Zinsen) ermöglichen eine gute Planbarkeit des Cash-flow. Ferner wird durch die Börsennotierung ein maximales Maß an Flexibilität und Transparenz erreicht, und ein exaktes Timing für den Investment- und -ausstieg ist hier möglich. Reits bieten einen guten Zugang zu Eigen- und Fremdfinanzierung, ein attraktives Rendite-Risiko-Profil und durch ihre steuerlichen Charakteristika hohe Dividendenrenditen. Ferner begünstigen niedrige Markteintrittsbarrieren, geringer organisatorischer Aufwand, das Outsour-

cing von Managementleistungen sowie überschaubare Transaktionskosten einen raschen Eintritt in neue Länder und Sektoren. Damit ist nicht nur auf der Zeitachse ein hohes Maß an Diversifizierung möglich.

Eine Reihe von Vorteilen

Ein weiterer Pluspunkt der Immobilienaktie bzw. des Reit im Vergleich zu anderen indirekten Vehikeln ist die hohe Liquiditätsstabilität. Anteilseigner können nicht ohne Weiteres Eigenkapital abziehen. Reits sind zudem häufig gering geleveraged und damit banken- und krisenunabhängiger als andere Vehikel. Kurzfristig korrelieren Reits stark mit den Aktienmärkten, auf längere Sicht tun sie dies in deutlich geringerem Maße und entsprechen so den Anforderungen, die ein Investor in puncto stabiler Cash-flow und zufriedenstellende Wertentwicklung an eine Immobilie stellt, immer besser. Reits verbinden im Idealfall als Hybridprodukt die Vorteile der Aktienanlage mit der Stabilität eines Immobilieninvestments. Somit liegen die Hauptvorteile gegenüber Immobilien-Direktinvestments auf der Hand: höhere Fungibilität insbesondere bei geringeren Volumina, Vermeidung von Klumpenrisiken sowie sehr gute Skalierbarkeit der Reits; selbst bei überschaubaren Investitionen ist ein breit diversifiziertes Immobilienengagement möglich.

Die Investition in Immobilienaktien bzw. Reits ist kein Selbstläufer, sondern bedarf gründlicher Vorbereitung und scharfer Analyse. Von zentraler Bedeutung für den Investor ist die Auswahl geeigneter Produkte mit Blick auf die gewünschte Rendite-Risiko-Struktur. Ein besonderes Augenmerk verdient die Volatilität vor dem Hintergrund der täglichen Handelbarkeit an Börsen. Stimmungen und überzogene Reaktionen können den Kurswert kurzfristig stark beeinflussen, der dann erheblich vom NAV abweichen kann. Die Kurse schwanken deutlich stärker als der NAV. Der Investor muss sich diese kurzfristige Volatilität leisten können. Über längere Fristen wird die Ankerfunktion des NAV für die Kursentwicklung deutlicher und die Stabilität nimmt zu.

Wichtig ist die Liquidität

Für große Anleger der Versicherungswirtschaft ist die Börsenliquidität vor allem nach den Erfahrungen der Finanzkrise ein wichtiges Thema. Größere Anlagevolumina können mit Blick auf eine hinreichende Liquidität meist nur über sehr große Reits realisiert werden. Bei kleineren Reits ist zu beachten, dass die tägliche Fungibilität sehr eng sein kann und auch von der Marktlage abhängig ist.

Ferner muss der Investor organisatorisch adäquat aufgestellt sein, das heißt, die Voraussetzungen für ein schnelles und flexibles Handeln müssen vorhanden sein. Als assetklassenübergreifender Vermögensmanager hat die Meag ihre Kapitalmarkt- und Immobilienexpertise in einem interdisziplinären Investmentprozess gebündelt. So können die Wertbeiträge von Reit-Investitionen für die Versicherungen optimal erschlossen und ausgeschöpft werden.

Unerlässlich für sicherheitsorientierte Anleger der Versicherungswirtschaft sind die adäquate bilanzielle Abbildung der Investitionen, die Implementierung spezifischer Risikosysteme sowie die Integration in die Gesamtsteuerungs- und -risikosysteme. In einer Welt der integrierten Risikosteuerung und der hohen Anforderungen von Fast Close des weltweiten Versicherungskon-

zerns Munich Re ist eine vollständige Integration in den Systemlandschaften des Backoffice eine notwendige Bedingung. Dabei müssen geeignete Ansätze gefunden werden, um unerwünschte Volatilitätseffekte, auch wenn sie nur temporär erscheinen, abzumildern.

Ein Anfang ist gemacht

Gerade in Deutschland befinden sich diese alternativen Investmentoptionen der Assetklasse Immobilien noch am Anfang. Die Marktkapitalisierung je Titel sowie die Gesamtmarktquote sind relativ gering. Der Markt ist im internationalen Vergleich recht intransparent. Die deutsche Reit-Gesetzgebung ist leider noch immer von deutlichen Defiziten gekennzeichnet, beispielsweise dem restriktiven Umgang mit dem Thema Wohnnutzung. Mit Blick auf die Förderung und Erweiterung des Wohnungsbaus in den großen Ballungsgebieten und den zentralen Metropolen Deutschlands wird somit die Chance leichtfertig verspielt, finanzstarke und gleichzeitig nachhaltige Investoren aus dem In- und Ausland zu gewinnen.

Immerhin, trotz der noch zu behebenden strukturellen Schwächen ist auch in Deutschland ein Anfang gemacht.

Meag engagiert sich seit einigen Jahren für Munich Re in Immobilienaktien und Reits. Die Anlageer-

gebnisse belegen, dass Reit-Investments – natürlich in Abhängigkeit vom jeweiligen Marktumfeld und unter Berücksichtigung des Managements – eine attraktive Portfolioergänzung sind und damit einen wichtigen Beitrag zur Diversifizierung leisten.

Bedeutung dürfte zunehmen

In der derzeitigen Kapitalmarktsituation rücken Reit-Investments unabhängig von ihren Diversifizierungseffekten ins Rampenlicht, weil sie im Niedrigzinsumfeld aufgrund ihrer attraktiven Dividendenrendite einen hohen laufenden Mehrertrag liefern. Wenn auch Immobilienaktien und Reits kein vollwertiger Ersatz für die von Versicherungen bevorzugten Anleiheinvestments sein können, so bieten sie einen hohen Renditeaufschlag – nicht nur gegenüber Staatsanleihen, sondern auch mit Blick auf hochpreisige Core-Objekte.

Immobilienaktien und Reits führen in Deutschland ein Mauerblümchendasein. Die vielen Vorzüge sprechen dafür, dass diese Assetklasse in Zukunft deutlich mehr Beachtung finden und somit ihre Bedeutung für Investoren signifikant zunehmen dürfte.

.....
Günter Manuel Giehr Geschäftsführer der Meag