

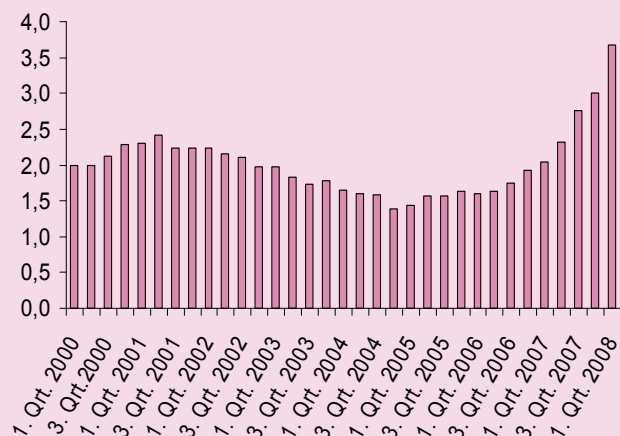
Finanzmarkt

Lehren aus der Subprime-Krise

Der Finanzmarkt kommt nicht zur Ruhe. Nachdem bereits viele Großbanken Abschreibungen in Milliardenhöhe vornehmen mussten und einige Institute nur mit staatlicher Hilfe oder durch Fusionen gerettet werden konnten, mussten nun vor einigen Wochen auch die Wohnungsfinanzierungsgiganten Fannie Mae und Freddie Mac durch weitere staatliche Hilfen gestützt werden. Der Internationale Währungsfonds geht davon aus, dass sich die Verluste aus der Finanzmarktkrise auf bis zu eine Billion US-Dollar addieren könnten. Diese Verluste fallen weltweit an, obwohl die faulen Kredite in den USA vergeben wurden. Dort mussten bislang 200 Milliarden Dollar abgeschrieben werden, in Deutschland 50 Milliarden.

Banken warten auf Zahlungen

Entwicklung der Kreditausfallrate im US-Hypothekenmarkt (Zahlungsrückstand seit mehr als 30 Tagen) in Prozent



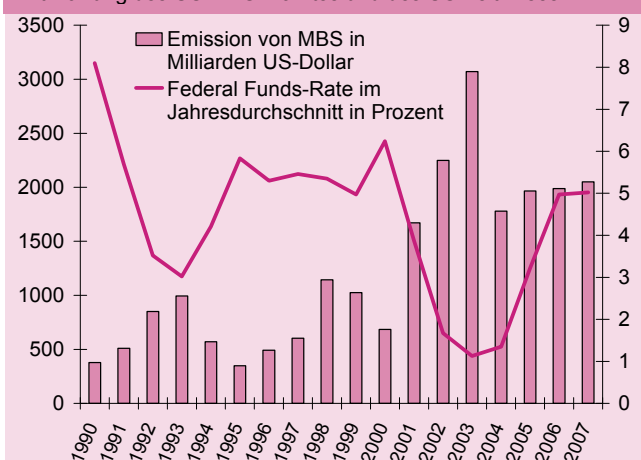
Quelle: Federal Reserve Board

Als positiv ist jedoch zu werten, dass die Ursachen der Finanzmarktkrise mittlerweile verstanden sind. Auslöser der Turbulenzen waren die hohen Zahlungsausfälle im US-Hypothekenmarkt (Grafik) aufgrund der wieder anziehenden Zinsen. Während zwischen 2003 und 2006 stets weniger als 2 Prozent der Hypothekendarlehen einen Zahlungsrückstand von mehr als 30 Tagen auswies, liegt die Quote mittlerweile bei über 3,5 Prozent. Aktuell zählen 12 Prozent der Hypothekendarlehen zur Kategorie Subprime – von Zwangsvollstreckungen sind jedoch zu 50 Prozent Subprime-Kunden betroffen. Dies macht überdeutlich, dass die Probleme vor allem in diesem Teil des Marktes zu suchen sind. Die eigentlichen Verwerfungen finden sich jedoch im Verbriefungsmarkt. Aufgrund der

historisch niedrigen Zinsen Anfang dieses Jahrzehnts haben die institutionellen Anleger nach Alternativen zu den klassischen Festzinsanlagen gesucht, weil diese oftmals nur eine Realverzinsung nahe der Nulllinie boten. Mortgage-Backed Securities (MBS) galten als attraktive Alternative, zumal sie aufgrund der stetig steigenden Immobilienpreise als sehr sicher galten. So verfünffachte sich der MBS-Markt in den USA innerhalb weniger Jahre (Grafik).

Niedrige Zinsen treiben das Verbriefungsgeschäft

Entwicklung des US-MBS-Marktes und des US-Leitzinses



Quelle: Federal Reserve Board, Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)

Die Ausweitung des Marktes konnte jedoch nur über den Subprime-Markt erfolgen, was viele Investoren nicht realisierten. Schlimmer noch, aufgrund des Rendite- und Anlagedruckes der Investoren konnten die lokalen Banken und Kreditvermittler immer riskantere Kredite am Kapitalmarkt platzieren. US-Ökonomen wiesen nach, dass besonders dort viele neue Kredite vergeben wurden, wo in den Jahren zuvor aufgrund zu geringer Bonität viele Absagen erteilt wurden.

Wichtig ist es nun, die richtigen Lehren zu ziehen, denn langfristig wird man auf den Verbriefungsmarkt nicht verzichten können und wollen. Vor allem die Banken sind nun gefordert, Vertrauen zurück zu gewinnen, indem sie zum einen die Produkte wieder einfacher machen und zum anderen auch wieder einen Teil des Kreditrisikos tragen. Darüber hinaus sind die Ratingagenturen in der Pflicht. Sie müssen künftig konservativer bewerten und Beratung und Prüfung strikter trennen.

Die Studie „Hintergründe und Lehren aus der Subprime-Krise“ ist verfügbar unter:
www.immobilieneconomik.de

Real Estate Investment Trusts Vision Europa

Der Markt für Immobilienaktiengesellschaften ist in Deutschland unterentwickelt. Während in den USA, Großbritannien oder auch Frankreich schon seit längerem eine Vielzahl größerer Immobilienunternehmen an den Börsen gehandelt wird, kommt der deutsche Markt kaum vom Fleck. Unter den zehn größten europäischen Immobilienaktienunternehmen findet sich kein einziges deutsches Unternehmen (Grafik).

Deutsche nicht unter den Top Ten

Börsenwert (nur Streubesitz) der 10 größten europäischen Immobilien-AGs, Stand: 30. April 2008

Unternehmen	Land	Free Float Marktkapitalisierung in Mrd. Euro
Unibail-Rodamco	F	13,479
Land Securities	UK	9,113
British Land	UK	5,472
Liberty International	UK	4,527
Corio	NL	4,034
Hammerson	UK	3,724
Immofinanz	A	3,254
Klepierre	F	2,708
SEGRO	UK	2,540
Fonciere Des Regions	F	2,031

Quelle: EPRA

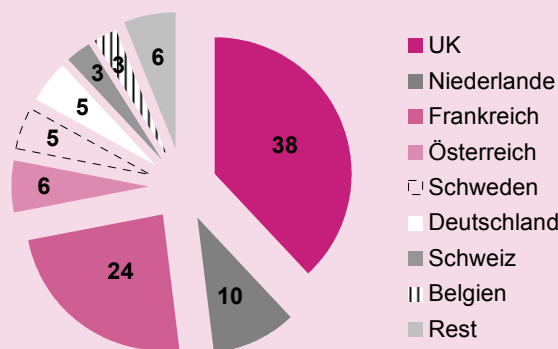
Noch deutlicher wird die Schwäche des deutschen Immobilienaktienmarktes bei einem Blick auf die Verteilung der Marktkapitalisierung in Europa. Nur 5 Prozent des Marktes entfallen auf die größte europäische Volkswirtschaft. Führend ist hier das Vereinigte Königreich mit einem Anteil von 38 Prozent, vor Frankreich mit 24 Prozent und den Niederlanden mit 10 Prozent (Grafik).

Die Schwäche der deutschen Immobilienaktien beruht zum einen auf einer unzureichenden Kapitalmarkt-kommunikation in der Vergangenheit. Viele Unternehmen wurden nur gegründet, um sich schnellstmöglich von den Immobilien zu trennen. Oftmals fehlte eine Erfolg versprechende und auch kommunizierte Strategie. Zum anderen leiden Immobilienaktien unter einer steuerlichen Diskriminierung, weil sie im Gegensatz zu offenen und geschlossenen Fonds sowohl auf der Körperschaftsebene als auch auf der Anlegerebene besteuert werden.

Vor diesem Hintergrund hat sich die Finanz- und Immobilienbranche für einen Neustart des Sektors mit Hilfe einer neuen Unternehmensform, dem international bekannten Real Estate Investment Trust (REIT), eingesetzt.

Österreich vor Deutschland

Anteil an der europäischen Marktkapitalisierung der Immobilienaktien (nur Streubesitz). Stand: 30. April 2008



Quelle: EPRA

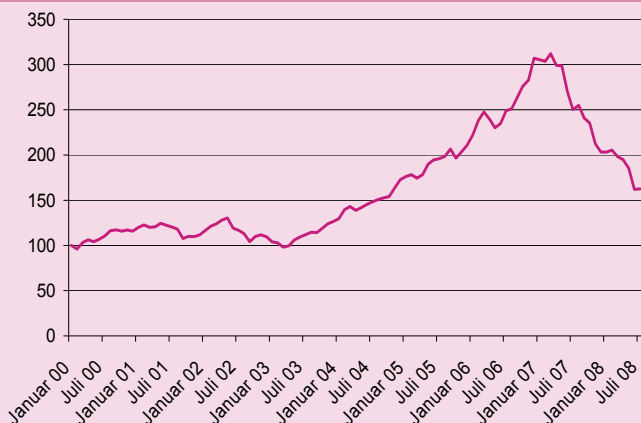
REITs zeichnen sich vor allem durch ihre hohen Transparenz- und Ausschüttungsvorschriften sowie die ausschließliche Besteuerung auf der Anlegerebene (steuerliche Transparenz) aus. Nach jahrelangen Diskussionen dürfen seit dem 1. Januar 2007 nun auch in Deutschland REITs gegründet werden. Ein merklicher Effekt auf den Markt ist bislang jedoch ausgeblieben.

Gerade einmal zwei REITs gibt es bislang in Deutschland, die zusammen ein Immobilienvermögen von etwa zwei Milliarden Euro bewirtschaften. Hinzu kommen einige Gesellschaften, die einen Börsengang in den nächsten Jahren in Aussicht gestellt haben. Dementsprechend eingetrübt sind die Erwartungen. Während im Jahr 2006 eine Marktkapitalisierung von über 100 Milliarden Euro im Jahr 2010 für möglich gehalten wurde, ging man 2007 nur noch von 15-40 Milliarden aus. Mittlerweile wird die potenzielle Marktkapitalisierung eher bei 10 Milliarden Euro gesehen – und auch dies erscheint im Moment als zu hoch gegriffen.

Ein schlechtes Timing und regulatorische Hemmnisse sind die wesentlichen Gründe für den verpatzten Start des REIT. Anders als in Japan und Frankreich trafen die REITs in Deutschland auf ein Marktumfeld, das bereits voller Euphorie war. Hinzu kam, dass viele Unternehmen einen Börsengang auf das Jahr 2008 verschieben wollten, um beim Kauf von Immobilien oder bei der Unternehmensumwandlung von den günstigeren Körperschaftssteuersätzen zu profitieren. Spätestens mit dem Ausbruch der Subprime-Krise wurde den Investoren jedoch die Lust auf neue Börsengänge, zumal im Immobilienbereich, deutlich verhaselt. Allein zwischen Januar 2007 und Juli 2008 haben europäische Immobilientitel 47 Prozent an Wert verloren (Grafik).

Immobilienaktien im Sinkflug

FTSE/EPRA-Preisindex für Immobilienaktien (Januar 2000=100)



Quelle: EPRA

In diesem Umfeld können auch die überzeugendste Strategie und das beste Portfolio die Anleger nicht für einen Börsengang begeistern. Gewichtig sind jedoch ebenfalls die gesetzlichen Probleme:

- REITs dürfen Wohnungen, die vor dem 1.1.2007 gebaut wurden, nicht bewirtschaften. Damit fällt ein gewichtiger Teil des Marktes weg, der sich zudem derzeit durch eine besondere Dynamik auszeichnet. Eine vergleichbare Beschränkung gibt es für keine andere Assetklasse.
- Steuern, die bei ausgelagerten Dienstleistungsgesellschaften oder aber bei Auslandsgeschäften anfallen, dürfen beim Anleger nicht mit der Einkommenssteuer verrechnet werden. Diese steuerliche Ungleichbehandlung wurde trotz politischer Absichtserklärungen noch nicht aufgehoben.
- Anders als Anleger von offenen Immobilienfonds müssen Aktionäre die REIT-Gewinne aus Veräußerungen auch nach 10 Jahren Haltedauer versteuern.
- Manager fürchten ein Erpressungspotenzial, weil der REIT dafür haftet, dass jeder Anteilseigner nur 10 Prozent der Anteile hält, dies aber nur unzureichend gesteuert werden kann.
- Schließlich gibt es eine Vielzahl von restriktiven Vorgaben, so etwa in Bezug auf Nebentätigkeiten, den Immobilienhandel oder aber den Ausschluss von Joint-Ventures bei Auslandsimmobilien.

Insgesamt fehlt es dem REIT hierzulande an einer politischen Lobby, wie etwa in Großbritannien, die an einem Erfolg des REIT interessiert ist. Ein gravierendes Problem ist dabei auch, dass es die Branche kommunikativ nicht verstanden hat, sich von den angelsächsischen Private Equity Gesellschaften abzugrenzen, obwohl REITs von ihrer Satzung her gerade als langfristige Bestandhalter agieren.

Daneben sind es vor allem die außensteuerlichen Regeln, die den REITs zusetzen. Die Beschränkung des direkten Anteilsbesitzes an einem REIT auf 10 Prozent wurde nur deshalb aufgenommen, um zu verhindern, dass ausländische Investoren aufgrund von Doppelbesteuerungsabkommen ihre Steuerlast auf 10, 5 oder sogar 0 Prozent drücken. Eine ähnliche Regelung wurde auch im Vereinigten Königreich gewählt. Auch die Diskriminierung von Auslandsgeschäften ist in fast allen europäischen REIT-Märkten gegenwärtig, wobei teilweise sehr unterschiedliche Quellensteuersätze Anwendung finden.

Vor diesem Hintergrund konnte sich noch kein europäischer REIT-Markt bilden, obwohl bereits 13 der 27 EU-Mitgliedsstaaten steuertransparente Immobilienaktien eingeführt haben. Dies ist vor allem deswegen ein Problem, weil die Stärke der REITs in der Spezialisierung liegt. In den USA sind insbesondere die REITs erfolgreich, die sich auf eine spezielle Nische konzentrieren, wie etwa Kliniken, Hotels, Shopping-Malls oder Studentenwohnheime. Eine solche Strategie kann jedoch nur in einem großen Wirtschaftsraum gelingen. Europäische REITs müssen stattdessen, um die erforderliche Größe zu erzielen, in ein breiter diversifiziertes Portfolio investieren, doch dies drückt auf die Rendite. In der Folge ist der europäische Markt für Immobilienaktien deutlich kleiner als das US-amerikanische Pendant. Während die europäischen Titel insgesamt auf einen im Streubesitz befindlichen Börsenwert von knapp 70 Milliarden Euro kommen, sind es in den USA über 180 Milliarden Euro.

Für einen echten Durchbruch des REIT in Europa sind daher gemeinsame Regeln notwendig. Ein EU-REIT, also ein einheitliches REIT-Gesetz in allen EU-Mitgliedsstaaten, könnte die Basis für einen unverzerrten Wettbewerb zwischen den Immobilienaktiengesellschaften bereiten. Hierzu liegen bereits erste Gutachten und Initiativen vor. Politisch ist dies jedoch noch kein Thema, weder auf EU-Ebene noch in den einzelnen Mitgliedsstaaten. Dabei sollten gerade die Finanzminister ein vitales Interesse an einem funktionierenden REIT-Markt haben. Schließlich suchen immer mehr Immobilienunternehmen Alternativen in Steueroasen. Allein zwischen 2005 und 2007 haben 41 Immobilienunternehmen ihren Sitz nach Jersey, Isle-of-Man oder Guernsey verlagert und sind über den Londoner Alternative Investment Market (AIM) an die Börse gegangen. Meistens geben sich diese Unternehmen per Selbstbindung eine REIT-ähnliche Struktur, weshalb sie auch als synthetische REITs bezeichnet werden. Solange der europäische REIT-Markt unattraktiv bleibt, werden immer wieder Unternehmen den Weg in Steueroasen wählen – verbunden mit einer Erosion der Steuereinnahmen und der Markttransparenz.

Nachhaltiges Bauen Neues Gütesiegel signalisiert herausragende Gebäude

In Europa fallen laut der Deutschen Energie-Agentur GmbH ca. 40 Prozent des Energieverbrauchs auf den Gebäudereich, wobei 30 Prozent durch energetische Sanierungen eingespart werden kann. Damit sind Green Buildings als ein wichtiger Bestandteil zur Erreichung der Klimaschutzziele auch für die Politik von zunehmendem Interesse.

Um die häufig unbeobachtbare Qualität von Gebäuden nach außen besser zu signalisieren, vergeben die Deutsche Gesellschaft für Nachhaltiges Bauen e.V. (DGNB) und das Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS) ein neues Gütesiegel, welches als Qualitätszeichen für herausragende und fortschrittliche Gebäude stehen soll. Dieses ist zunächst nur für Büro Neubauten konzipiert, soll aber im nächsten Schritt auf Bestandsimmobilien und weitere Gebäudenutzungsarten ausgeweitet werden. Laut DGNB soll durch dieses neue Gütesiegel die Qualität eines Gebäudes objektiv gemessen und sichtbar gemacht werden, was auch die Chancen der Immobilien bei Verkauf und Vermietung erhöhen wird.

Eine Plakette für Gebäude

Deutsches Gütesiegel Nachhaltiges Bauen



Quelle: DGNB e.V.

Es setzt sich ähnlich dem US-amerikanischen Leadership in Energy and Environmental Design (LEED) aus Einzelnoten für verschiedene Kategorien und einer Gesamtnote für das Gebäude zusammen. Beide Zertifikate basieren auf ökologischen Aspekten des Green Building, wobei das deutsche Zertifikat auch ökonomische (22,5 Prozent) und soziokulturelle Aspekte (22,5 Prozent), Technik, Wohn- und Standortqualität (22,5 Prozent) sowie Prozesse (10 Prozent) mit einbezieht. Ökologische Aspekte gehen somit lediglich mit einem Gewicht von 22,5 Prozent in die Berechnung ein. Nach Bestehen einer Prüfung vergeben die DGNB und das BMVBS ähnlich dem LEED Plaketten in Gold, Silber und Bronze.

Ähnlich, aber nicht gleich

Ausgewählte Kategorien der Gebäudebewertung

Kategorie	DGNB	LEED
Wiederverwertung von Baustoffen	☑	☑
Regionale Baustoffe	k. A.	☑
Schadstoffbelastung durch Bau	☑	☑
Schonung von Ressourcen	☑	☑
Schonung des Trinkwassers	☑	☑
Reduktion von CO ₂ -Emissionen	☑	☐
Vermeidung von Kühlmitteln	k. A.	☑
Reduktion der Kosten	☑	☐
Gesundheit der Nutzer	☑	☑
Frischlufzufuhr	☑	☑
Nutzung von Tageslicht	☑	☑
Instandhaltung und Reinigung	☑	☐
ÖPNV-Anbindung	☑	☑
Thermische Behaglichkeit	☑	☑
Niedrigenergie	☑	☑
Bauphysikalische Eigenschaften	☑	☐
Integrale Planung	☑	☐
Innovatives Design	k. A.	☑

k. A.: keine Angabe

Quelle: DGNB e.V., US Green Building Council

Das neue Zertifikat der DGNB und des BMVBS kann schon während der Planungsphase vergeben werden. Laut DGNB ist daran vorteilhaft, dass dies mehr Planungssicherheit für die Investoren schafft. Ist das Zertifikat für ein geplantes Gebäude vergeben worden, so können sich die Investoren der hohen Qualität des Gebäudes sicher sein. Fraglich ist jedoch, ob die Zertifizierungsstelle ausreichend genug überwacht, dass die zertifizierten Eigenschaften nach Vergabe des Gütesiegels auch entsprechend beibehalten werden. Deshalb muss garantiert sein, dass diese Gebäude in regelmäßigen Abständen kontrolliert werden, damit auch nach Jahren der Nutzung noch Sicherheit über die hohe Qualität des Gebäudes besteht. Vertrauen in das Rating System ist wichtig für die Reputation dieses Qualitätssiegels. Nachteilig für die Aussagekraft des Gütesiegels ist, dass im Gegensatz zum LEED viele Aspekte mit eingehen, die nicht direkt in einem Zusammenhang mit Umweltschutz stehen und die nur sehr schwer objektivierbar sind. Trotzdem ist die Einführung des Zertifikats „Deutsches Gütesiegel Nachhaltiges Bauen“ ein Schritt in die richtige Richtung, weil so Investitionen in Umweltschutz als Wertsteigerung sichtbar werden und mehr Transparenz für Umweltschutz im Gebäudesektor geschaffen wird.

Die nächste Ausgabe des IW-Immobilien-Monitors erscheint am 2. Dezember 2008