

# Einem Schneeballsystem ähnlich

Die anstehende Zinswende könnte deutsche Immobilienfirmen in Schwierigkeiten bringen

MICHAEL RASCH, FRANKFURT

Der deutsche Immobilienmarkt ist heissgelaufen, sehr heiss vermutlich. Die Bonanza des vergangenen Dezenniums sorgt bei Beobachtern und Behörden schon seit Jahren für Bauchschmerzen. Sie befürchten die Bildung einer Blase, die irgendwann platzen wird. Bald könnte es so weit sein: Durch die in den USA und Grossbritannien angelaufene Zinswende, die mit Verzögerung auch Kontinentaleuropa erfassen wird, verdunkelt sich nun der Horizont für den Immobilienmarkt in Deutschland und in anderen Ländern. Die Frage ist nur: Wo schlägt der Blitz zuerst ein?

## Eigenkapital aus dem Nichts

Die Deutsche Bank hält in einem umfangreichen Bericht zum deutschen Wohnungsmarkt ein Ende des Immobilienbooms in dieser Dekade für sehr wahrscheinlich – und tippt auf das Jahr 2024. Ein Hotspot könnte aus dem Markt für Wohnimmobilien und die entsprechenden Entwicklungsgesellschaften entstehen. Seit einigen Jahren haben findige Investoren und Immobilienfirmen den Markt für sich entdeckt.

Sie reizen dabei die europäischen Bilanzierungsvorschriften IFRS so weit aus, dass sie Eigenkapital aus dem Nichts schaffen. Der Trick dahinter sind sogenannte Aufwertungsgewinne. Dabei würden sie von der Anwendung von tiefen Diskontierungszinssätzen für die Bewertung der Immobilien profitieren, erklären die Kreditexperten von Independent Credit View (I-CV) aus Zürich.

Nach den IFRS-Regeln müssen die Immobilienfirmen ihr Portfolio mindestens jedes Jahr durch eine Bewertungsgesellschaft neu bewerten lassen. Die Differenz ist ein Aufwertungsgewinn (oder in fallenden Märkten ein Abwertungsverlust). Die Gewinne weisen die Firmen dann in den Geschäftszahlen aus, wobei es sich jedoch nur um Bilanzeffekte, also Buchgewinne, handelt und nicht um realisierte Gewinne.

Dieses Bewertungsproblem betrifft nicht nur Deutschland und die Schweiz, sondern ganz Europa sowie alle anderen Länder, in denen nach IFRS bilanziert wird. Im Vergleich dazu sind nach dem amerikanischen Bilanzierungsstandard US-GAAP keine Aufwertungsgewinne erlaubt, das Portfolio wird at cost verbucht und über die Zeit abgeschrieben.

Aufgrund der in steigenden Märkten jährlich erzielbaren bilanziellen Buchgewinne können die Immobilienfirmen beispielsweise Fremdkapital aufnehmen, um damit neue Entwicklungsprojekte als Portfolio-Bestandteile zu erwerben. Steigen die Preise für solche Objekte weiter, sind auch bei diesen neuen Projekten buchhalterische Gewinne möglich. Das Ganze hat Ähnlichkeit mit einem legalen Schneeballsystem, sagt Marc Meili, Partner bei I-CV. Mit dem Fremdkapital könnten jedoch auch Dividenden ausgeschüttet oder Aktienrückkäufe finanziert werden, je nach Bedarf der Immobilienfirma.

Eine Schlüsselrolle in diesem Prozess spielen die Bewertungsgesellschaften, darunter sind in Deutschland so bekannte grosse Anbieter wie BNP Paribas, Knight Frank, JLL, CBRE, Collier International oder Savills sowie typischerweise Beratungsunternehmen wie KPMG, PWC oder EY. Es gibt aber auch viele kleine Anbieter, die nur lokal operieren oder sich auf bestimmte Segmente spezialisiert haben. Bei professionellen Beobachtern des Marktes gehen die Warnlichter an, wenn bei bestimmten Projekten kleine Bewertungsgesellschaften auftauchen, die sie nicht kennen. Das kann, muss aber nicht unbedingt ein Hinweis für eine zu optimistische Bewertung des Projektes sein.

Die Bewerter, deren Funktion stark an jene der Rating-Agenturen während der Subprime-Krise am amerikanischen Häusermarkt 2007/08 erinnert, arbeiten mit Kapitalisierungszinssätzen, wobei häufig Discounted-Cashflow-Modelle oder auch die Ertragswertmethode an-



Das Bauprojekt Wasserstadt der Firma Adler Real Estate in Berlin-Mitte gilt als «urbanes Stadtquartier».

STEFAN BONESS / IMAGO

gewendet werden. Diese sind in vielen Bereichen des Finanzmarktes absolut gängig, können aber gerade in Zeiten äusserst niedriger Zinsen eine extreme Hebelwirkung aufweisen. Hinzu kommen bei der Bewertung viele subjektive Faktoren, wie beispielsweise die Qualität der Lage, erwartete Mieteinnahmen oder Marktchancen des Projektes.

## Erheblicher Interessenkonflikt

Immobilienexperte Meili macht ein vereinfachtes Rechenbeispiel: Bei einem Projekt mit 10 Millionen Euro Nettomieteträgern und einem Kapitalisierungszinssatz von drei Prozent ergebe sich eine Bewertung von 333 Millionen. Wenn der Kapitalisierungszinssatz dann nur um einen Prozentpunkt stiege, würde die Bewertung nur noch 250 Millionen betragen, wodurch sich ein Bewertungsverlust von 83 Millionen oder 25 Prozent ergäbe. Das verdeutlicht die starke Hebelwirkung des Kapitalisierungszinssatzes, sagt Meili.

Aufgrund des derzeit sehr tiefen Zinsniveaus sei ein Anstieg um einen Prozentpunkt bereits eine extreme prozentuale Steigerung und verursache starke Hebelwirkungen. In früheren Zeiten mit einem hohen Zinsniveau sei eine Veränderung von einem Prozentpunkt von beispielsweise sieben auf acht Prozent nicht so schlimm gewesen wie heute eine von ein auf zwei Prozent, denn das sei schliesslich eine Verdoppelung des Zinsniveaus.

Ein Problem in dem Markt ist, dass die Bewertungsgesellschaften einen erheblichen Interessenkonflikt haben. Die Immobilienfirmen würden gerne zu den

Gesellschaften gehen, die ihnen wohlgesinnt sind und entsprechend am höchsten bewerten und die tiefsten Kapitalisierungszinssätze anwenden, sagt Meili. Die Firmen wollen schliesslich möglichst attraktive Bewertungen – nicht zuletzt, um ihre eigenen Aktien an der Börse hochzutreiben. Gerade bei lokalen Anbietern kennen sich die Akteure jedoch oft sehr gut, wie ein Marktteilnehmer in Frankfurt im Gespräch bestätigt.

Der Lackmusest erfolgt dann, wenn sich am Markt ein Käufer für ein Projekt finden muss oder die Immobiliengesellschaften auf der Suche nach Fremdkapitalgebern sind. Bisher funktioniert das dank den weiterhin steigenden Preisen noch gut. In der Branche lautet schliesslich das Motto: Man muss mitanzien, solange die Musik spielt.

Für eine Kundenanalyse hat sich I-CV bei führenden Immobiliengesellschaften den Loan-to-Value (LTV) des Anlageportfolios sowie die kumulierten Aufwertungsgewinne in Prozent des Eigenkapitals in den vergangenen fünf Jahren angesehen (siehe Grafik). Dabei zeigte sich, dass die kumulierten Aufwertungsgewinne der vergangenen fünf Jahre nicht selten mehr als 50 Prozent des vorhandenen Eigenkapitals ausmachen.

Besonders hervorzuheben in Deutschland ist Adler. Problematisch sind auch Firmen wie die Schweizer Peach Property, wo der LTV sehr hoch ist und zudem hohe Aufwertungsgewinne vorgenommen wurden. In der problematischen Zone befinden sich aus Sicht von I-CV auch Grand City Properties und TAG Immobilien. Unternehmen wie LEG, Vonovia und Deutsche Wohnen haben ebenfalls aggressiv aufgewertet. Deren Finanzprofile sind jedoch deutlich weniger strapaziert.

## Grenzwertige Bewertungen

Der LTV drückt den aufgenommenen Kredit im Vergleich zum erwarteten Wert des Immobilienprojektes aus. Die Berechnung dieser Kennzahl unterliegt jedoch einem grossen Interpretationsspielraum. Diesen nutzen einzelne Immobilienfirmen bei Entwicklungsprojekten auf grenzwertige Weise aus, wie folgendes Beispiel zeigt. Eine Immobiliengesellschaft könnte eine alte Büroliegenschaft inklusive Grundstück für 100 Millionen Euro gekauft haben, um eine Sanierung oder einen Neubau vorzunehmen. Kalkuliert die Firma mit einem Wert des abgeschlossenen Projekts von 200 Millionen und hat für den Kauf und die Entwicklung einen Kredit von 120 Millionen aufgenommen, beträgt der LTV nur scheinbar 60 Prozent. Das Risiko scheint

entsprechend überschaubar, doch es hängt stark von den getroffenen Annahmen ab, beispielsweise den erwarteten Mieterträgen und der Höhe des Kapitalisierungszinssatzes. Sollte das Projekt scheitern, würde der Kredit mit grosser Sicherheit nicht gedeckt, denn der LTV beträgt zum Zeitpunkt der Kreditvergabe mehr als 100 Prozent.

Die Vergangenheit habe gezeigt, sagt Meili, dass Immobilienkrisen immer dann auftraten, wenn die Zinsen unerwartet stiegen. Im schlimmsten Szenario könnten sich künftig die Kapitalisierungszinssätze stark erhöhen und zugleich die Preise sinken. So sei es auch in den USA vor 15 Jahren oder in der Schweiz vor gut 30 Jahren gewesen. Damals hätten zuerst in den Metropolen die Immobilienpreise stark angezogen, dann in deren Einzugsgebieten und schliesslich auch in den kleineren, sogenannten B- und C-Städten sowie in ländlichen Gebieten. Sollte es zu einer Trendwende im Markt kommen, schlägt der Blitz in den schlechteren Lagen und auf dem Land vermutlich zuerst ein.

Inzwischen sind mindestens zwei Immobiliengesellschaften ins Visier von Short-Sellern geraten. Solche Leerverkäufer wetten auf sinkende Aktien der betreffenden Firmen und machen Stimmung gegen sie. In Deutschland stand dabei in den vergangenen Monaten die Adler-Gruppe im Fokus. Doch auch die schwedische SBB Norden sieht sich einem Short-Seller-Angriff ausgesetzt. Bei Adler kommen als Angriffsgrund zu den starken kumulierten Aufwertungsgewinnen und dem hohen LTV noch Vorwürfe hinzu, wonach es rund um die Firma Family-and-Friends-Strukturen gebe, in denen Immobilienprojekte zu überhöhten Preisen verkauft würden, um die Preise künstlich in die Höhe zu treiben.

Im Herbst warf der britische Short-Seller Fraser Perring der Adler-Gruppe in einer Analyse gravierende Manipulationen bei der Bewertung ihrer Immobilien vor. Er unterstellte unter anderem Insidergeschäfte und Bilanzierungstricks. Strippenzieher im Hintergrund soll dabei, so der Vorwurf, der Unternehmer Cevdet Caner sein. Adler hat die Vorwürfe scharf zurückgewiesen, und Caner bezeichnete den Report von Fraser Perring in einem Interview mit dem «Handelsblatt» als «intellektuelle Beleidigung». Auch er verwehrt sich gegen die Anschuldigungen.

## Absturz des Adler-Aktienkurses

Ein Mitglied der Frankfurter Immobilienszene, das ungenannt bleiben möchte, sagt über Caner: «Er ist brillant. Ein Finanzfachmann, der genau weiss, was er macht.» Zugleich schränkt er jedoch ein, Caner habe ein Vertrauensproblem. Er selbst sei skeptisch und würde mit ihm keine Geschäfte machen wollen. An der Börse hatte der Bericht eine gewaltige Wirkung. Der Aktienkurs der Adler-Gruppe halbierte sich im September und Oktober innerhalb weniger Wochen und hat sich bis heute kaum erholt. Daran hat sich auch nichts geändert, seitdem sich der Immobilienkonzern Vonovia an Adler mit über 20 Prozent beteiligt hat.

Der Absturz der Aktien ist zumindest ein Indiz dafür, wie sensibel die Marktteilnehmer im Hinblick auf schlechte Nachrichten im Immobiliensektor sind. Erst Anfang April warnte der zuständige Bundesbank-Vorstand Joachim Wuermeling erneut, der deutsche Immobilienmarkt werde «immer verwundbarer». Aus Sicht der Deutschen Bank könnten zum Zyklusende nicht nur die Zinswende beitragen, sondern auch regulatorische Veränderungen wie etwa eine Pflicht zur energetischen Sanierung von Gebäuden und weitere Anforderungen an Eigentümer zur Bekämpfung der Klimakrise.

Spätestens wenn die Zinsen in Europa effektiv steigen, wird sich zeigen, welche Firmen solide gearbeitet haben und welche zu grosse Risiken eingegangen sind. Die Finanzaufsicht versucht vorzusorgen, damit ein etwaiger Blitzschlag möglichst geringe Folgen haben wird.

Sollte es zu einer Trendwende im Markt kommen, schläge der Blitz auf dem Land und in schlechteren Lagen vermutlich zuerst ein.

## Vergleich verschiedener Immobilienfirmen

