

## Übernahme von kotierten Immobiliengesellschaften – Szenarien für die Schweizer Branche

# Finanzinvestoren können anders kalkulieren

Von Thomas Kaul

Die 39 Mrd. \$ schwere Übernahme von Equity Office Property durch Blackstone hatte für Aufsehen gesorgt. Mit einem Portfolio im Wert von 22,9 Mrd. \$ war Equity Office Property eines der weltweit grössten kotierten Immobilienunternehmen. Als im Januar 2006 erste Übernahmegerüchte auftauchten, notierten die Titel 31 \$. Gründer und Verwaltungsratspräsident Sam Zell erklärte kühn, dass die Gesellschaft nicht zu unter 45 \$ zu übernehmen sei.

Im Februar 2007 gewann der Finanzinvestor Blackstone die Übernahmeschlacht gegen die Immobiliengesellschaft Vornado und bezahlte 55.50 \$ pro Titel. Dadurch realisierten die Aktionäre über knapp ein Jahr eine Kurssteigerung von fast 80%, und Equity Office Property fügte sich in die Reihe von prominenten Going-Private-Transaktionen in den USA wie Trizec und Carramerica oder in Europa wie Canary Wharf ein.

### Ist der Markt nicht effizient?

Welche Beweggründe veranlassen Finanzinvestoren zu solchen Übernahmen, und wie kann die signifikante Kurssteigerung begründet werden? Insbesondere ist auch die von der Kapitalmarkttheorie unterstellte Effizienz des Marktes zu hinterfragen, da der Markt für kotierte amerikanische Immobiliengesellschaften (Real Estate Investment Trusts, Reits) als weit entwickelt, transparent und liquide gilt.

Für die Analyse sind sowohl die Bewertung der Immobilien und der Unternehmen als auch die Finanzierung der Gesellschaften zu beleuchten. Ein besonderes Augenmerk muss zudem auf den Geschäftsansatz der Finanzinvestoren als Käufer und die regulatorischen Rahmenbedingungen gerichtet werden, da diese die Finanzierung beeinflussen.

Die Bewertungen von Immobilien sind in den letzten Jahren stetig gestiegen. Dazu beigetragen haben die verbesserte Wirtschaftslage, die auf dem Vermietungsmarkt die Nachfrage stützt, und die erhöhte Nachfrage nach Immobilienanlagen mit ihrer traditionell hohen Ausschüttungsrendite, die über den Anlagemarkt zu anziehenden Immobilienpreisen führt. Geht ein Investor von steigenden Immobili-

werten aus und übersteigt seine Erwartung diejenige der anderen Marktteilnehmer und insbesondere auch der Immobilienbewerter einer Gesellschaft, kann dies die Übernahme eines Portfolios zu einer Prämie rechtfertigen.

Es stellt sich jedoch die Frage, ob das Verhalten einzelner Investorengruppen durch unterschiedliche Reportingpflichten beeinflusst wird. Da die Beurteilung und Bewertung von US-Reits vor allem auf den vierteljährlichen Cashflow-Ausweisen (Funds from Operation, FFO) basiert, könnte Equity Office Property zugunsten einer tieferen Leerstandsquote mit vergleichsweise niedrigen Mieten gearbeitet haben. Dadurch könnte ein Käufer, der nicht dem kurzfristigen Druck des Kapitalmarktes ausgesetzt ist, unter Inkaufnahme eines vorübergehend höheren Leerstands höhere Mieten durchsetzen und damit eine höhere Bewertung erzielen. Dies trifft auf Finanzinvestoren zu, die Käufe über einen hohem Fremdkapitalanteil finanzieren.

### Hoher Fremdfinanzierungsgrad

Wegen des vergleichsweise geringen Eigenkapitalanteils bewirkt dies nach einer relativ kleinen Bewertungszunahme eine hohe Rendite auf dem eingesetzten Kapital. Die zu erzielende Rendite auf dem eingesetzten Kapital (IRR) ist die wesentliche Motivation dieser Investoren. Daraus leitet sich auch die Asset-Management-Strategie ab, die in der Regel einen schnellen Verkauf des Portfolios oder von Teilen davon (Break-up) vorsieht. Durch die kurze Haltedauer wird das Risiko von Bewertungskorrekturen reduziert. Allerdings ist auch die Dauer verkürzt, während deren eine hohe Rendite erzielt werden kann. Dieses Vorgehen hat auch Blackstone für die Übernahme von Equity Office gewählt. Bereits kurze Zeit nach der Akquisition wurden Teile des Portfolios veräussert. Die Verkaufsaktivitäten dürften daher schon vor der effektiven Übernahme gestartet worden sein.

Publikumsgesellschaften finanzieren ihre Immobilien überwiegend mit einem Fremdkapitalanteil zwischen 50 und 60%. Durch die Erhöhung des Verschuldungsgrads (Leverage) lässt sich bei einer positiven Differenz zwischen der Rendite auf den

Immobilien und den Fremdfinanzierungskosten die Rendite auf dem eingesetzten Eigenkapital verbessern. Mit diesem Vorgehen kann – insbesondere bei einem tiefen Zinsniveau – auch ein langfristig ausgerichteter industrieller Käufer, d. h. eine andere Immobiliengesellschaft, mit einer Buy-and-Hold-Strategie durch eine Übernahme zusätzlichen Wert erwirtschaften.

Gleichzeitig wird aber das Finanzierungsrisiko erhöht. Sinken die Immobilienrenditen, wie dies in den vergangenen

Jahren in verschiedenen Märkten zu beobachten war (Phänomen der Yield Compression), und steigen die Zinsen, verringert sich die Differenz zwischen Anlagerendite und Finanzierungskosten. Finanzinvestoren sind eher bereit, dieses Risiko zu tragen, als Aktionäre von Publikumsgesellschaften. Nur so lässt sich erklären, dass es in Europa kaum Immobilienunternehmen mit einem Fremdfinanzierungsanteil von über 70% gibt, aber zahlreiche Finanzinvestoren Transaktionen mit deutlich höherem Fremdkapitaleinsatz abwickeln.

Da diese Marktteilnehmer mit ihrer unterschiedlichen Einschätzung und Tragbarkeit der Risiken nicht jederzeit auf allen Märkten aktiv sind, kann dies zeitweise den Eindruck eines ineffizienten Marktes erwecken. Kritisch muss hinterfragt werden, ob der kurzfristige Anlage- und Performancedruck, dem Finanzinvestoren aufgrund der zu investierenden Mittel heute ausgesetzt sind, nicht zu einer zu optimistischen Einschätzung von Risiken führt.

In der Beurteilung der Finanzierung ist zu beachten, dass regulatorische Rahmenbedingungen etwa für Schweizer Anlagefonds, aber auch die Vorschriften für Reits in anderen Ländern die Fremdfinanzierung von öffentlichen Immobilienvehikeln einschränken. Damit weisen Immobiliengesellschaften bzw. -fonds aus Marktsicht teilweise eine nicht effiziente Finanzierungsstruktur auf und werden damit zu Übernahmekandidaten, sofern eine Übernahme aus rechtlicher Sicht überhaupt möglich ist, was beispielsweise für Schweizer Anlagefonds nicht gegeben ist.

### Kandidaten für ein Übernahme

Ob die Übernahme einer Schweizer Immobiliengesellschaft durch einen Finanz-



investor erfolgversprechend wäre, muss unter verschiedenen Aspekten beurteilt werden. Die Tatsache, dass die Schweizer Immobilienunternehmen gegenwärtig mit einer Prämie zum inneren Wert (Net Asset Value, NAV) gehandelt werden, erhöht für Finanzinvestoren die Hürde, mit einem Break-up-Szenario einen schnellen Gewinn zu realisieren. Damit kämen als Übernehmer eher Konkurrenten infrage. Aus rein finanzieller Sicht würden die Gesellschaften mit der kleinsten Prämie oder einem Abschlag zum NAV zu Übernahmekandidaten. Allerdings müssten für die Bewertung nicht nur das Immobilienportfolio, sondern auch allfällige Fremdkaktivitäten wie Dienstleistungen entsprechend berücksichtigt werden.

Die Schweizer Immobiliengesellschaften weisen mit Ausnahme von Züblin eine Fremdkapitalquote von weniger als 60%

aus. Die Schweizer Anlagefonds verfügen über einen durchschnittlichen Fremdkapitalanteil von weniger als 25%. Aus dieser Perspektive wäre eine Übernahme mit einer anschliessenden Erhöhung des Finanzierungsgrads attraktiv. Für die Fonds schränken wie erwähnt die rechtlichen Rahmenbedingungen eine Erhöhung der Verschuldung und eine Übernahme ein.

### Fortführung oder Liquidation

Aus der Perspektive eines Break-up-Szenarios gilt es zu beachten, dass die Bilanzierung zum Fortführungswert (Going Concern) und nicht zum Liquidationswert gemacht wird. Damit werden Kosten, die nach einer sofortigen Veräusserung des Portfolios anfallen würden, nicht in der Rechnungslegung berücksichtigt, und das vom Markt durch den NAV stipulierte Ertragspotenzial reduziert sich. Zu diesen

Kosten zählen etwa Handänderungssteuern, Maklergebühren, latente Steuern, die in der Regel auf der Basis einer erwarteten Haltedauer bilanziert werden, sowie Vorfalligkeitsentschädigungen für die vorzeitige Auflösung der Fremdfinanzierung.

Das Schweizer Steuersystem, das vielerorts eine von der Haltedauer abhängige Grundstückgewinnsteuer vorsieht, schränkt die Möglichkeiten von eher kurzfristig orientierten Finanzinvestoren ein, einen hohen Gewinn durch die schnelle Veräusserung von Immobilien zu erzielen. Zudem sind die kantonalen Steuerregelungen komplex und halten deshalb ausländische Marktteilnehmer davon ab, in der Schweiz grosse diversifizierte Portfolios zu kaufen, oder veranlassen sie, mit einem Schweizer Partner zusammenzuarbeiten.

Thomas Kaul ist Senior Vice President von Sal. Oppenheim, Corporate Finance (Schweiz), in Zürich.