Der Wert eines direkt gehaltenen Immobilienportfolios und der einer Immobilienaktie können weit auseinanderliegen. Das hat mit spezifischen Gesetzmäßigkeiten der jeweiligen Märkte zu tun. Aber nicht nur.

Einsteigen? Mind the Gap!

Erst in langfristiger Perspektive verhält sich die Wertentwicklung von **Immobilienaktien** wie die der darunterliegenden Assets. Kurzfristig betrachtet sieht es ganz anders aus.

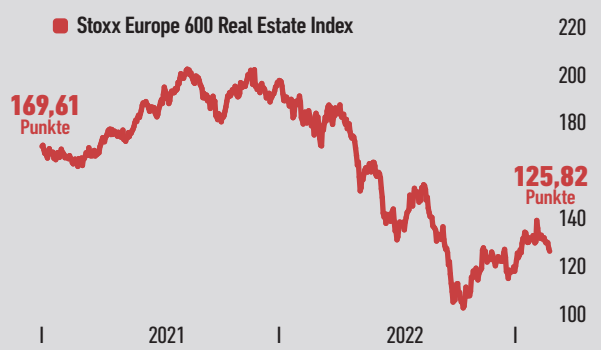
Als Immobilienaktien werden Anteilscheine an durchaus unterschiedlichen Unternehmen bezeichnet. Sie stehen für verschiedene Teilmärkte und für unterschiedliche Phasen der immobilienwirtschaftlichen Wertschöpfungskette. Das Spektrum reicht vom Digitalmakler Scout24 über den reinen Asset Manager und Investmentanbieter Patrizia oder den Bauträger Instone bis hin zu Wohnungsbestandshaltern wie Vonovia. Alle gemeinsam haben sie jedoch, dass sie im Verlauf des vergangenen Jahres empfindliche Verluste hinnehmen mussten. Bei einigen hatte sich der Börsenkurs zwischenzeitlich halbiert.

Asset Immobilien

Ob sie Immobilienbestand auf den eigenen Büchern haben und ihren Cashflow aus deren Bewirtschaftung ziehen oder ob ihr Geschäftsmodell in der Erbringung immobiliennaher Dienstleistungen besteht, scheint für die Frage der Preisfindung für einen Anteil keine oder nur eine untergeordnete Rolle zu spielen.

Abgeschmiert

Kursentwicklung europäischer Immobilienaktien



Der Absturz von Immobilienaktien lag nicht nur an rückläufigen Immobilienpreisen, es gab auch sich selbst verstärkende Effekte. Quelle: Deutsche Börse Group

Es sind die Aktienmärkte, nicht die Immobilienmärkte, die vergangenes Jahr den Preissturz bewirkten. Denn die Immobilienpreise sind zwar gesunken, aber nicht in dem Ausmaß, wie es beispielsweise die Entwicklung des Stoxx Europe 600 Real Estate nahezulegen scheint (siehe Grafik). Spielen die Verhältnisse an den Immobilienmärkten denn gar keine Rolle? Was treibt die Kursentwicklung von Immobilienaktien? Sind es die hinter ihnen stehenden Assets und deren Märkte, oder ist ihre Kursentwicklung Spielball der Aktienmärkte und ihrer Eigentümlichkeiten?

Wechselseitigkeiten

Es ist vor allem eine Frage der Fristigkeit. „Kurzfristig ist die Korrelation zwischen dem Aktienmarkt und dem Immobilienaktienmarkt hoch. Wenn man aber die mittel- und langfristigen Renditen miteinander vergleicht, dann schmiegt sich die Entwicklung der Immobilienaktien an die des nicht gelisteten Immobilienmarktes an", erläutert Karim Rochdi, Gründer und Geschäftsführer

FOTO: © GOPIXA | STOCK.ADOBE.COM

Karim Rochdi, Aventos: „Dadurch, dass es für Immobilienaktien ein sekündliches Matching gab, hat sich an der Börse immer ein Preis ergeben."

des auf Immobilienaktien spezialisierten Investmentmanagers Aventos.

Je länger man also den Betrachtungszeitraum veranschlagt, umso mehr sind es die Entwicklungen der Immobilienmärkte, die den Kurs von Immobilienaktien bestimmen. Die Korrelation, also der Gleichlauf zwischen Immobilienaktien und -direktinvestments, nimmt mit der Haltedauer des Investments zu, die Korrelation zwischen Immobilienaktien und anderen Aktienmärkten nimmt hingegen ab (siehe Grafik rechts).

Der Umkehrschluss ist auch gültig: Je kürzer der Betrachtungszeitraum, umso eher entfalten die Eigenschaften der allgemeinen Aktienmärkte ihre Wirkung auf die Entwicklung der Immobilienaktien (siehe Grafik nächste Seite).

Schockstarre

Der Markt der hinter den Wertpapieren stehenden Immobilien selbst ist 2022 in Schockstarre verfallen: Das Transaktionsvolumen auf dem deutschen Immobilieninvestmentmarkt war gegenüber 2021 um mehr als 40 Prozent zurückgegangen, wie der Immobiliendienstleister JLL festgestellt hat. Käufer und Verkäufer wollten nicht so recht zusammenfinden, sie hatten zu unterschiedliche Preisvorstellungen.

An der Börse war das anders. „Dadurch, dass es für Immobilienaktien ein sekündliches Matching gab, hat sich an der Börse immer ein Preis ergeben. Nur lag er eben und liegt für einige Immobilientitel noch heute unterhalb dessen, was eine faire Markteinschätzung wäre – trotz des aktuellen Zinsumfelds", sagt Rochdi.

Zinssensitivität

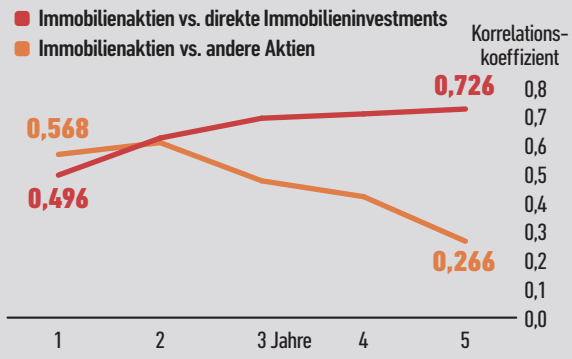
Die Dynamik der Zinserhöhungen durch die Notenbanken in den USA und Europa war im vergangenen Jahr außergewöhnlich. Wer in den Jahren zuvor der Versuchung erlag, mit billigem Fremdkapital seine Bilanz aufzublähen, könnte bei Anschlussfinanzierungen in den kommenden Jahren ins Schwitzen geraten.

„Es ist historisch belegt, dass ein hoher Leverage der größte Risikofaktor bei einer Immobilienaktie ist. Deswegen spielt die Passivseite der Bilanz bei der Auswahl geeigneter Kandidaten für uns eine sehr große Rolle", sagt Rochdi. Während viele Jahre lang auf einem Niveau zwischen 100 und 200 Basispunkten finanziert wurde, zeige sich inzwischen, dass Immobilienunternehmen bei jeder Refinanzierungsrunde substanziell darüber liegen, ergänzt Rochdi. „Gehen die Zinsen rauf, gehen die Cap Rates runter, was wiederum signifikanten Einfluss auf die Bewertung des Unternehmens und die Entwicklung seines Kurses an der Börse hat." Cap Rate meint das Verhältnis von Nettoertrag zu Kaufpreis.

Hagen Ernst, DJE Kapital: „Die Abschläge von Wohnimmobilienaktien auf ihren inneren Nettovermögenswert sind weiterhin sehr hoch."

Seitenwechsel

Wechselseitige Abhängigkeit von Immobilien und Aktien



Die Korrelation zwischen Direktinvestment und Immobilienaktien nimmt im Lauf der Jahre zu, die zwischen Immobilienaktien und anderen Aktien ab.

Quelle: Martin Hoesli und Elias Oikarinen: „Does listed real estate behave like direct real estate?" (2021)

Eine Frage des Bezugs

Bei direkt gehaltenen Immobilien wird das aufgenommene Fremdkapital ins Verhältnis zum Wert der Immobilie gesetzt. Bei einer Immobilienaktie kommt hingegen eine weitere Bezugsgröße ins Spiel, hier kann der Verschuldungsgrad (Loan to Value, LTV) auch als Verhältnis des Fremd-

FOTO: © AVENTOS, DJE KAPITAL

kapitals zum Wert des Unternehmens, das die Immobilien hält, dargestellt werden. „Wenn der Aktienkurs einbricht, dann steigt der Verschuldungsgrad", sagt Rochdi und veranschaulicht: „Wenn Sie für jeweils 50 Euro Fremdkapital 50 Euro Eigenkapital an der Börse haben und der Börsenwert sinkt um die Hälfte, dann steigt der LTV von ein halb auf zwei Drittel."

Durch die Abhängigkeit der Immobilienaktien vom allgemeinen Börsengeschehen kann dadurch ein erhöhtes Leverage-Risiko eintreten, ohne dass sich an den immobilienwirtschaftlichen Eckdaten etwas geändert hätte. Allerdings bleibt das Risiko einigermaßen theoretisch, wenn das Unternehmen nicht gerade in Verhandlungen über die Aufnahme neuen Fremdkapitals steckt. Denn so lange die bestehenden Kredite aus dem Cashflow der Bestandsimmobilien bedient werden können, ändert sich in der Wirtschaftlichkeitsbetrachtung nichts. „Und das ist die eigentlich entscheidende Frage", betont Rochdi. „Ist das Unternehmen auch dann noch in der Lage, seinen Kapitaldienst mittel- und langfristig zu decken, wenn die Zinsen steigen?"

Weil bei der Preisfindung für Aktien Zukunftserwartungen sehr schnell eingepreist werden, reagieren Immobilienaktien sensibler als nicht gelistete Immobilien. Die Preiskorrekturen auf den Büro-, Häuser- und Wohnungsmärkten nehmen sich entsprechend klein aus gegenüber den starken Auswirkungen, die sie auf den Markt der Immobilienaktien hatten.

Einsteigen oder nicht?

Auch wenn sich in den letzten Monaten eine Erholung abzeichnete, sind Immobilienaktien immer noch niedrig bewertet. „Die Abschläge beispielsweise von Wohnimmobilienaktien auf ihren inneren

»Bei vielen Immobilienaktien löst ein Preisrückgang am Immobilienmarkt eine Abwärtsspirale aus.«

Dominikus Wagner,
Wagner & Florack

Nettovermögenswert sind weiterhin sehr hoch", sagt Hagen Ernst, Researcher beim Vermögensverwalter DJE Kapital, und stellt dem gegenüber: „Es fehlen derzeit mehr als 700.000 Wohnungen. Vor allem in gefragten Ballungszentren ist die Wohnungssuche schwierig, und es werden immer weniger Wohnungen gebaut. Steigende Zinsen und die Erhöhung der Baukosten um aktuell plus 17 Prozent haben zu einem Einbruch bei Neubauprojekten geführt." Für Rochdi und Ernst stehen die Zeichen daher auf Einstieg.

Aufwärtstrend, Abwärtsspirale

Dominikus Wagner, Portfoliomanager des Wagner & Florack Unternehmerfonds, sieht das kritisch. Er hat die Bilanzen großer Wohnungsbestandshalter analysiert und rät von einem Engagement ab. Seiner Einschätzung nach sind börsennotierte Immobilienaktien ein Produkt des jahrzehntelangen Aufwärtstrends am Häuser- und Wohnungsmarkt, die aber rückläufige Preise strukturell nicht verkraften würden. „Bei vielen Immobilienaktien löst ein Preisrückgang am Immobilienmarkt eine Abwärtsspirale aus, die möglicherweise nicht mehr aufzuhalten ist", sagt Wagner.

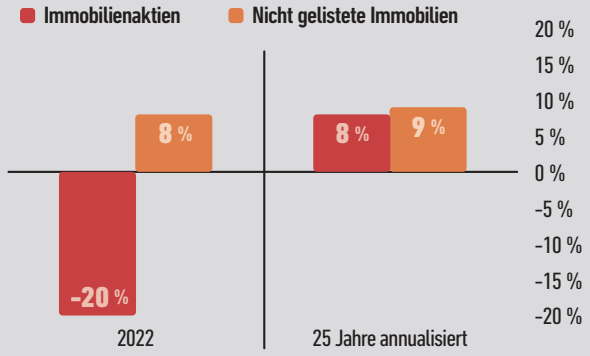
Allein durch die jahrzehntelange kontinuierliche Aufwertung ihrer Bestände habe sich das bilanzielle Anlagevermögen mancher Wohnungsbestandshalter – und zwar ohne Berücksichtigung von Zukäufen – nahezu verdoppelt. Allein dadurch, so seine zentrale Kritik, waren die Unternehmen oft erst in der Lage, ein positives Nachsteuerergebnis ausweisen und eine Dividende ausschütten zu können, während in ihrem Kerngeschäft Verluste anfielen.

Kurzfristig können die niedrigen Bewertungen ein spekulatives Engagement rechtfertigen. Langfristig müssen jedoch auch die börsenunabhängigen, rein immobilienwirtschaftlichen Eckdaten stimmen.

TILMAN WELTHER FP

Kurzfristig klafft's

Performance börsennotierter und privater Immobilieninvestments



In langfristiger Perspektive gleichen sich die Entwicklungen börsennotierter und nicht börsennotierter Immobilieninvestments an.

Quelle: Bloomberg auf Basis von Indizes zu US-REITs und US ODCE Funds | Stand: 31. 12. 2022

FOTO: © ACHIM HEHN | WAGNER & FLORACK