

Gastbeitrag

CORPORATE FINANCE REIT: FINANZIERUNGSTRUMENT FÜR DEN GEHOBENEN DEUTSCHEN MITTELSTAND

Gastbeitrag von Caspar Freiherr von Weichs, Dipl. Wi-Ing., Seniorpartner, Weichs Management Consultants, München

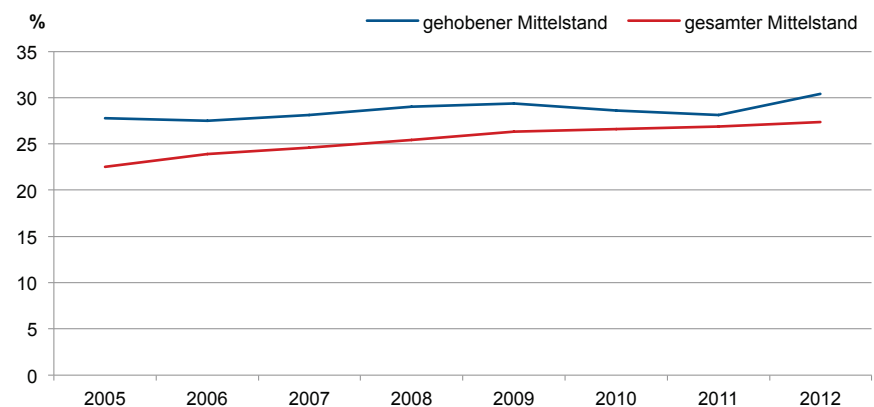
Das deutsche REIT-Gesetz wurde 2006 sehr wesentlich deshalb in seiner jetzigen Form verabschiedet, damit die deutschen Großunternehmen gegenüber ihren ausländischen Wettbewerbern ihren Wettbewerbsnachteil hinsichtlich des hohen Anteils von Immobilienvermögen in der Bilanz zugunsten einer geringeren Verschuldung und höheren Eigenkapitalrendite aufholen können. Infolge der Finanzkrise hat die deutsche Industrie leider bisher von diesem Instrument keinen Gebrauch gemacht.

Mittlerweile haben sich die Kapital- und vor allem Aktienmärkte hervorragend entwickelt und sind sehr aufnahmebereit für konservativ konzipierte, Cashflow produzierende Konzepte.

Eine weitere positive Voraussetzung für die Einführung eines Corporate Finance REIT: Grundsätzlich wachsen die Eigenkapitalquoten des deutschen Mittelstands, wie Abbildung 1 zeigt.

Allerdings ist eine ausreichende Kapitaldienstfähigkeit vor allem in Stress-Situationen noch nicht gegeben (Abbil-

ABBILDUNG 1: EIGENKAPITALQUOTEN DEUTSCHER MITTELSTAND 2005–2012



Quelle: Statist.de, WMC Research

dung 2). Ziel sollte es sein, EK-Quoten von mindestens 40 bis 50 Prozent und damit eine Kapitaldienstfähigkeit von mehr als 40 Prozent zu erreichen, weil damit für Kapitalgeber – Aktieninvestoren wie Kreditgeber – die Ausfallwahrscheinlichkeit des Investments exponentiell sinkt.

ZUSÄTZLICHE UNTERNEHMENS-GEWINNE DURCH CORPORATE FINANCE REIT

Ein REIT nach deutschem Gesetz ist eine gelistete Immobilien-AG mit dem Steuer-

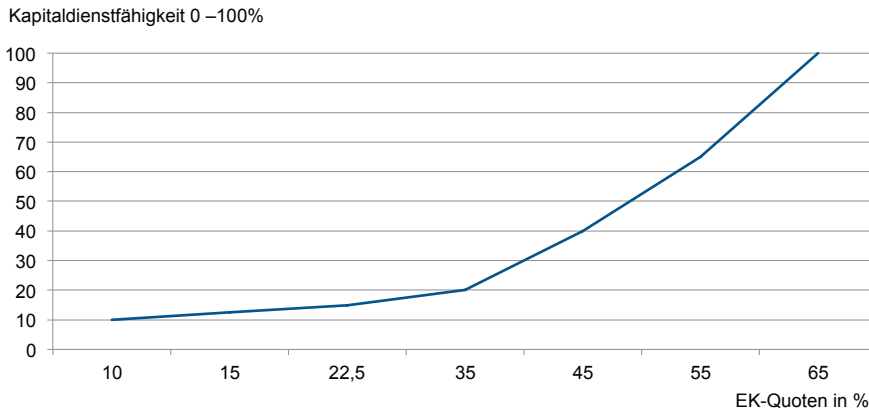
privileg, dass die Gewinne nicht von der Gesellschaft, sondern vom Aktionär zu versteuern sind. Das ist deshalb so wichtig, da über 80 Prozent des an den Börsen anlegenden Kapitals institutionellen Hintergrund hat und gering oder gar nicht besteuert wird. Dafür muss der REIT 45 Prozent Eigenkapital haben und 90 Prozent seiner Gewinne ausschütten. Er ist ein Dividendenpapier und faktisch so etwas Ähnliches wie ein „Pfandbrief auf Aktien“, der von institutionellen Anlegern ab einer Marktkapitalisierung von einer Milliarde Euro sehr gerne nach-



Caspar Freiherr von Weichs ist Seniorpartner und Gründer von Weichs Management Consultants. Er berät nationale und internationale Finanzdienstleister und institutionelle Immobilieninvestoren bei strategischen Fragestellungen im deutschsprachigen Raum. Damit einhergehendes Ziel ist eine Optimierung der operativen Marktausrichtung einerseits und der Kapitalmarktorientierung seiner Mandanten

andererseits. In diesem Zusammenhang fokussiert sich Freiherr von Weichs unter anderem auf Unternehmens- und Vertriebsstrategien, Controlling und Unternehmenssteuerung, Corporate/Public Real Estate sowie die Konzeption und Begleitung von IPO, M&A, MBO, LBO. Insgesamt war Freiherr von Weichs bei 110 Transaktionen mit einem Volumen von über zwölf Milliarden Euro beratend tätig.

Gastbeitrag

ABBILDUNG 2: KAPITALDIENSTFÄHIGKEIT IN ABHÄNGIGKEIT DER EIGENKAPITALQUOTEN DEUTSCHER MITTELSTAND


Quelle: WMC Projekt-Analysen

gefragt wird, insbesondere wegen seines sicheren Cashflows und weil keine Ertragsteuern die Dividende kürzen. Steuerlich wirkt der REIT deshalb für den Anleger wie eine Immobiliendirektanlage.

Der Corporate Finance REIT ist im Wesentlichen eine neue, durch Immobilienvermögen abgesicherte Finanzierungsmöglichkeit für Unternehmen. Er bietet neben Aktien und Bonds einen weiteren institutionellen Zugang zum Kapitalmarkt, der dem jeweiligen Unternehmen in keiner Form die faktischen Eigentümerrechte am Immobilienvermögen nimmt. Ganz im Gegenteil: Er verbessert die Bilanzstrukturen gemäß IFRS, die Liquidität, den Shareholder Value (Börsenkurs /Unternehmenswert), den Cashflow und das Rating deutlich.

Der Corporate Finance REIT lässt sich als Branchen-REIT oder als gemischter, branchenübergreifender Industrie- oder Mittelstands-REIT realisieren. Mindestens zwei sehr große, international tätige europäische Banken haben ein Interesse an der Vorfinanzierung und Börsenplatzierung des von uns entwickelten REIT, sofern die für eine sichere Kapitalmarktplatzierung nötige Marktkapitalisierung von mindestens einer Milliarde Euro erreichbar ist. Das ist vor allem vom Mittelstand

beziehungsweise den Großunternehmen abhängig, die mitmachen müssen. Es liegt also weder am Kapitalmarkt noch am Konzept noch an den Banken.

BANKEN SIND OFFEN FÜR NEU-ARTIGEN REIT

Man kann den Corporate Finance REIT vereinfacht wie folgt beschreiben:

Die betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Immobilien des interessierten Mittelstandsunternehmens werden zum Marktwert (Fair Value) entweder direkt im True Sale oder als Sale and Lease Back an einen Vor-REIT verkauft und in der Regel mit mittel- bis langfristigen, auf jeden Fall branchentypischen, Miet- oder Pachtverträgen ausgestattet. Der Verkäufer kann so immer eigentümerähnliche Rechte über die Immobilien behalten. Dieser Vor-REIT wird mittels IPO in ein oder mehreren Schritten an die Börse gebracht.

Das die Immobilie verkaufende Unternehmen tauscht somit in ein oder mehreren Schritten infungible und mit Klumpenrisiko behaftete Immobilien, soweit wie strategisch gewünscht, in eine fungible Immobilienbeteiligung mit breit gestreutem und deshalb risikoloserem Portfolio oder bei Verzicht auf eine Beteiligung am REIT in Cash um. Mit der neuen Liquidität kann sich

das Unternehmen entschulden und/oder neue Investitionen tätigen.

Der Verkauf bewirkt zudem, dass durch Umwandlung von teilweise nicht abzugsfähigen Zinsen in vollabzugsfähige Mieten oder Pachten die steuerliche Zinsschranke nicht greift. Noch wesentlicher jedoch ist, dass durch den Anstieg des Eigenkapitals das Kreditausfallrisiko für die Banken deutlich reduziert wird. Gleichzeitig bewirkt das Konzept eine Reduzierung des Discounts auf den Börsenkurs beziehungsweise des Unternehmenswertes des verkaufenden Unternehmens um den Anteil des weniger rentierlichen Immobilienvermögens. Generell führt es – auch bei nicht börsnotierten Unternehmen – zu einem höheren Unternehmenswert und einem deutlich besseren internen oder externen Rating um circa eine volle Stufe, also beispielsweise von CCC (non investment-grade) auf BBB (investmentgrade). Die Finanzierungskosten des Unternehmens sinken spürbar.

Für die beteiligten Banken hat das Konzept vor allem einen Vorteil: Sie tauschen in der Regel hohe Kreditausläufe an Firmen mit Absicherung an illiquiden Spezialimmobilien gegen erkennbar geringere Kreditausläufe an den REIT aus, da diese aufgrund der Verschuldungsbeschränkungen im REIT-Gesetz auf 55 Prozent Fremdkapital begrenzt sind. Der Mittelstands-Corporate-Finance-REIT hat als neuer Kreditnehmer ein stark diversifiziertes Portfolio, bestehend aus sehr unterschiedlichen Nutzern und sehr unterschiedlichen Immobilientypen und Standorten, betreut von Spezialisten, die sich ausschließlich dem Asset Management der übernommenen Betriebsimmobilien widmen. Das Corporate Real Estate Management verbleibt beim Verkäufer. Dadurch verringern sich der Value at Risk und die Eigenkapitalbelastung der Kreditinstitute nach den Anforderungen von Basel III erheblich

Gastbeitrag

bei gleichzeitiger deutlicher Verbesserung des Ratings auch der Kreditinstitute.

BESSERER KAPITALMARKTZUGANG FÜR DEN MITTELSTAND

Mit dem Corporate Finance REIT erhalten deutsche Unternehmen einen weiteren günstigen Kapitalmarktzugang. Die Finanzierung des REIT ist im Gegensatz zur Finanzierung eines Industrieunternehmens aufgrund der gesetzlichen Regelungen der hohen EK-Quote des REIT von 45 Prozent mit zinsgünstigen und in der Regel mit AAA bis AA gerateten Pfandbriefen refinanzierbar und weltweit handelbar. Erfahrungen zeigen, dass man bei Industrieimmobilien mit circa 150 bis 200 Prozent Verkaufserlös bezogen auf den Nettobuchwert rechnen kann, die natürlich versteuert werden müssen. Bekannt sind auch Fälle mit 300 Prozent und mehr.

Mit den Mittelzuflüssen aus dem Verkauf an den Corporate Finance REIT könnten Unternehmen beispielsweise ihre Finanzverbindlichkeiten deutlich reduzieren und insgesamt ihre Bilanzen erheblich verkürzen. Damit entstehen Liquidität und ausreichendes Eigenkapital, das die Unternehmen wiederum strategisch für organisches oder akquiriertes Wachstum verwenden und somit die strategische Gesamtpositionierung der Unternehmen erheblich verbessern können. Konsequenterweise bewirken steigende EK-Quoten nach IFRS und Bilanzsummenkürzungen Verbesserungen des Ratings.

Selbstverständlich darf ein Corporate Finance REIT auch Immobilien im Ausland kaufen. Die Besteuerung erfolgt nach den jeweiligen ausländischen Regeln in Verbindung mit dem Doppelbesteuerungsabkommen. Alle anderen Vorteile gelten ebenfalls. Man könnte also die Hebeleffekte entsprechend ausweiten.

UNTERNEHMENSIMMOBILIEN

ALS LIQUIDE ANLAGE NUTZEN

Die Vorteile des Konzepts lassen sich wie folgt zusammenfassen:

1. Ein signifikanter, sehr kurzfristig entstehender Liquiditätszufluss in bedeutender Höhe mit dem Potenzial einer sehr weitgehenden Entschuldung von Finanzverbindlichkeiten.
2. Ein weiterer, bankenunabhängiger und kostengünstiger Kapitalmarktzugang.
3. Eine mittelfristige Liquidierbarkeit eines ansonsten weitgehend unverkäuflichen Immobilienvermögens.
4. Eine erkennbare Verbesserung des Ratings des Gesamtkonzerns bei gleichzeitig bedeutender Reduzierung des Discounts auf den NAV des Shareholder Values.
5. Durch Anfangsbeteiligung an dem REIT kann ein Upside-Potenzial von zehn bis 35 Prozent auf den NAV der REIT-Aktien beim IPO entstehen, das man bei Verkauf zum Fair Value nur schwierig erreichen kann.
6. Gegenüber den derzeit stark im Trend liegenden hoch verzinslichen Unternehmensanleihen (corporate bonds), bietet der Corporate Finance REIT einen gleich hohen oder höheren Liquiditäts-

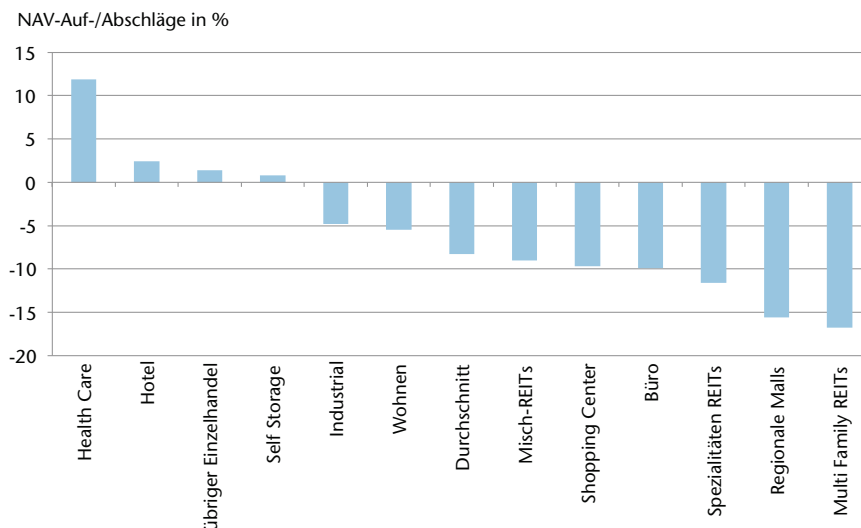
zufluss bei geringerer Cash-Flow-Be- lastung, Verbesserung statt Verschlech- terung der Bilanzrelationen und ohne die häufig gar nicht leistbare Rückzah- lungsverpflichtung bei Fälligkeit.

7. Die beteiligten Banken können ihre Eigenkapitalbelastungen durch den Wechsel vom Firmenkredit an den Mit- telständler zum mit Pfandbriefen refi- nanzierten Immobilienkredit an den Corporate Finance REIT ganz erheblich reduzieren.

Ein Blick auf die Bewertungen des NAV von US-REITs (Abbildung 3) zeigt, dass REITs und speziell die mit dem Corpo- rate Finance REIT vergleichbaren REITs (Health Care, Hotel, Industrial) aktuell sehr ansehnliche Aufschläge (Premiums) von bis zu zwölf Prozent und nur relativ geringe Abschläge (Discounts) auf den NAV erzielen.

Vor allem ein weltweiter Vergleich der NAV-Bewertung der US-REITs mit über- wiegend klassischen Immobilien-AGs, wie in Abbildung 4 dargestellt, zeigt die viel höhere Bewertung und somit bes- sere Akzeptanz von REITs durch den Kapitalmarkt auf.

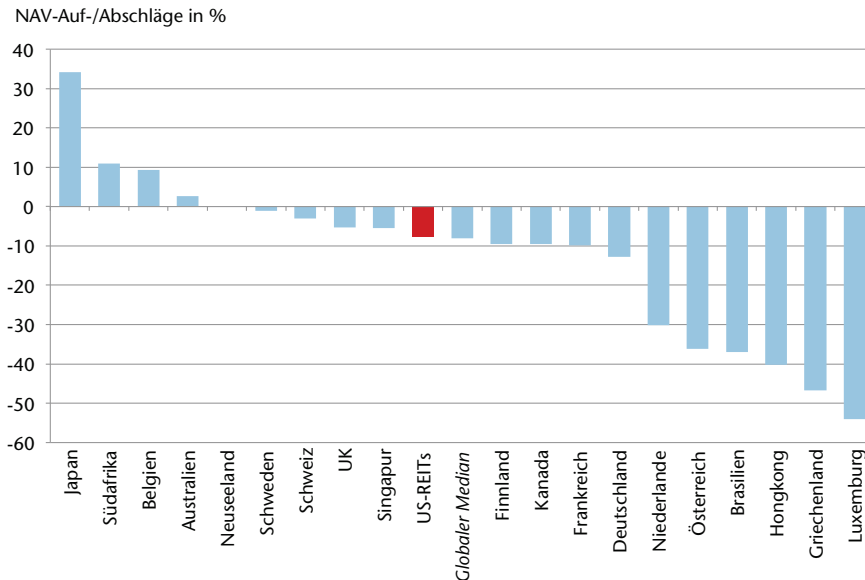
ABBILDUNG 3: ÜBERSICHT NAV-BEWERTUNG US-REITS



Quelle: SNL Financial Global Monitor 01-14, WMC Research

Gastbeitrag

ABBILDUNG 4: NAV-BEWERTUNG BÖRSENNOTIERTER IMMOBILIEN-GESELLSCHAFTEN WELTWEIT



Quelle: SNL Global NAV Monitor January 2014

Gründe dafür sind die bereits angesprochenen positiven Portfolioeffekte, die gedeckelten Fremdfinanzierungsanteile, der erzielbare hohe Spezialisierungsgrad, die günstigere Refinanzierbarkeit durch Covered Bonds beziehungsweise Pfandbriefe und die der Direktanlage ähnelnde Besteuerung bei REITs im Vergleich zu klassischen Immobilien-AGs. Strategisch verbessern lassen sich diese Effekte durch die Wahl eines hochliquiden Börsenstandorts und nicht zuletzt durch einen NAV von möglichst mehr als einer Milliarde Euro.

IMPRESSUM

V.i.S.d.P.:

Mario Caroli,
 Persönlich haftender Gesellschafter
 Bankhaus ELLWANGER & GEIGER KG,
 Börsenplatz 1, 70174 Stuttgart,
 Telefon 0711/2148-0
 Telefax 0711/2148-123
 info@privatbank.de

Herausgeberin des vorliegenden
 Dokumentes ist die
 Bankhaus ELLWANGER & GEIGER KG,
 Börsenplatz 1, 70174 Stuttgart,
 Telefon 0711/2148-0,
 Telefax 0711/2148-123
 Amtsgericht Stuttgart HRA 738,
 persönlich haftende Gesellschafter:
 Dr. Volker Gerstenmaier, Mario Caroli.

Stand: März 2014

Wichtige Hinweise

Die Darstellungen geben die aktuellen Meinungen und Einschätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments wieder. Sie können ohne Vorankündigung angepasst oder geändert werden. Die enthaltenen Informationen wurden sorgfältig geprüft und zusammengestellt. Sie basieren auf vertrauenswürdigen Angaben aus verlässlichen Quellen, erheben jedoch keinen Anspruch auf Genauigkeit und Vollständigkeit hinsichtlich der im Dokument erwähnten Wertpapiere, Märkte und Entwicklungen. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann nicht übernommen werden.

Die vorliegenden Seiten dienen ausschließlich der allgemeinen Information. Die vorliegenden Informationen sind keine Finanzanalyse im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes und genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen.

Die Informationen sind keine Anlageberatung oder Empfehlung. Für individuelle Anlageempfehlungen und umfassende Beratungen stehen Ihnen die Berater unseres Hauses gerne zur Verfügung.

Angaben zur steuerlichen Situation sind nur allgemeiner Art. Für eine individuelle Beurteilung der für Sie steuerlich relevanten Aspekte und ggf. abweichende Bewertungen sollten Sie Ihren Steuerberater hinzuziehen.

Bei den Performancedarstellungen handelt es sich um eine Betrachtung von früheren Wertentwicklungen. Diese Angaben, Vergleiche und Betrachtungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Entwicklungen. Insbesondere Markt-, Kurs- und Währungsschwankungen können die Kurse, Werte und Erträge beeinflussen und zu Verlusten oder Gewinnen führen. Angegeben ist die Bruttowertentwicklung ohne Provisionen, Gebühren und andere Entgelte. Gegebenenfalls werden Provisionen, Gebühren und Entgelte wie z. B. Ausgabeaufschlägen, Transaktionskosten oder andere Gebühren auf Anlegerebene berechnet. Diese können, ebenso wie individuell entstehende Depotgebühren, die Wertentwicklung mindern.

Namentlich gekennzeichnete Artikel geben nicht in jedem Fall die Meinung des Herausgebers wieder.

Die Urheberrechte für die gesamte inhaltliche und grafische Gestaltung liegen beim Herausgeber, diese darf gerne verwandt werden, wenn dem Herausgeber ein Belegexemplar der Veröffentlichung zugesandt wird.