Die djp-Gewinner 2007

Vermögensverwaltung

1. Preis	**Robert von Heusinger** „Auf einmal fürchten alle das Risiko“ Die Zeit vom 8. März 2007	4
2. Preis	**Nadine Oberhuber** „Täter mit Komplexen“ Die Zeit vom 14. Juni 2007	7
3. Preis	**Frank Stocker und Jan Dams** „Geld verdienen an Katastrophen“ Welt am Sonntag vom 18. März 2007	11
Sonderpreis Sprache	**Dr. Hanno Beck** „Eine runde Sache“ Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 10. Oktober 2006	13
Sonderpreis Recherche	**Stefan Jäger** „Wer soll das bezahlen?“ Die Zeit vom 7. September 2006	14

Immobilienwirtschaft

1. Preis	**Norbert Kuls und Birgit Ochs** „Die etwas andere Hypothek“ Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 30. Juli 2006	17
2. Preis	**Ingmar Höhmann** „Warten auf den großen Knall“ Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 28. Januar 2007	20
3. Preis	**Christina Rathmann** „Hypotheken-Analysten zwischen Kassandrarufen und Beruhigung“ Börsen-Zeitung vom 15. März 2007	23
Sonderpreis Sprache	**Beatrix Boutonnet** „Philosoph im Schafspelz“ Fonds & Co. Nr. 2/2007	24
Sonderpreis Recherche	**Stefan Rullkötter, Joachim Althof, Jörg Lang und Ulrich Lohrer** „Deutsche Immobilien – Das Comeback“ €uro, Dezember 2006	26

Private Equity und M&A

1. Preis (geteilt)	**Walther Becker** „Schöne neue Übernahmewelt“ Börsen-Zeitung vom 16. Februar 2007	36
1. Preis (geteilt)	**Markus Dentz** „Helmut, der Starrkopf“ Finance, April 2007	37
3. Preis	**Andreas Uhde** „Tiger auf dem Sprung“ Venture Capital Magazin, Dezember 2006	41
Sonderpreis Sprache	**Martin Hesse** „Grohe dreht auf“ Süddeutsche Zeitung vom 25. Mai 2007	45
Sonderpreis Recherche	**Michael Hedtstück** „Geld wie Heu“ Finance, Mai 2007	48

Jeder Gewinner erhält neben einem persönlichen Preisgeld das Recht, eine gemeinnützige Organisation zu benennen, die die Sponsoren daraufhin mit einer Spende unterstützen. So ist die Anerkennung herausragender redaktioneller Leistungen verbunden mit gezieltem gesellschaftlichen Engagement (Corporate Citizenship).

DOTIERUNG DER FÜNF EINZELPREISE JE THEMENGEBIET

1. PREIS	5.000 €	davon	**Journalist**	4.000 €	**Spende**	1.000 €
2. PREIS	3.500 €	davon	**Journalist**	3.000 €	**Spende**	500 €
3. PREIS	2.500 €	davon	**Journalist**	2.000 €	**Spende**	500 €
SONDERPREISE:						
SPRACHE	1.500 €	davon	**Journalist**	1.000 €	**Spende**	500 €
RECHERCHE	1.500 €	davon	**Journalist**	1.000 €	**Spende**	500 €

JURYMITGLIEDER Vermögensverwaltung

Michael Best	ARD Börse im Ersten
Claus Döring	Börsen-Zeitung
Lutz Gebser	Verband unabhängiger Vermögensverwalter Deutschland e.V.
Roland Gill	bfinance Deutschland GmbH
Andreas Hilka	Höchster Pensionskasse VVaG
Dr. Jochen Müller	SimCorp GmbH
Thomas Richter	DWS Investment GmbH
Hartwig Rosipal	Pioneer Investments Kapitalanlagegesellschaft mbh

JURYMITGLIEDER Immobilienwirtschaft

Dr. Torsten Angermann	Angermann Global Property Alliance GmbH
Jens Friedemann	Frankfurter Allgemeine Zeitung
Dr. Stefan Jokl	Institut für Städtebau, Wohnungswirtschaft und Bausparwesen
Walter Klug	Morgan Stanley Real Estate Investment
Andreas Schiller	Immobilien Manager
Michael Steinbrecher	Linklaters
Dr. Matthias Stürmer	E.ON Energie AG

JURYMITGLIEDER Private Equity und M&A

Dr. Hans Bethge	Angermann M&A International GmbH
Axel Hansing	Coller Capital
Alexandra Krieger	Hans-Böckler-Stiftung
Thomas Kubr	Capital Dynamics
Dr. Kai Lucks	Bundesverband Mergers & Acquisitions e.V.
David Shirreff	The Economist
Dr. Katharina Specht-Jonen	CMS Hasche Sigle
Wilken von Hodenberg	Deutsche Beteiligungs AG

Die besten fünf Artikel zum Bereich M&A nehmen als deutsche Wettbewerbsbeiträge an den M&A International Media Awards teil, die am 9. November 2007 in Paris verliehen werden

1. Preis - Vermögensverwaltung

Robert von Heusinger
„Auf einmal fürchten alle das Risiko“
Die Zeit vom 8. März 2007

Auf einmal fürchten alle das Risiko

Warum die Krise an den Kapitalmärkten sich selbst verstärken kann

Mit Wucht hat sich das Risiko an den internationalen Kapitalmärkten zurückgemeldet. In nur vier Tagen wurden am deutschen Aktienmarkt die Kursgewinne von zwei Monaten und am amerikanischen Aktienmarkt die eines Vierteljahres zunichte gemacht. Weltweit wurden allein in der vergangenen Woche nur an den Aktienmärkten 1500 Milliarden Dollar vernichtet, so die Nachrichtenagentur Bloomberg. Und zu Beginn dieser Woche ging es weiter abwärts. Trotz niedriger Inflation und starken globalen Wachstums ist es erst einmal vorbei mit der geradezu unheimlichen Ruhe an den Finanzmärkten. Der heftige Kursverlust an der Wall Street vom 27. Februar war der größte seit dem 11. September 2001. Seither heißt es rund um den Globus: raus aus dem Risiko. Unter der neuen Risikowahrnehmung leiden alle Aktienmärkte. Deren Kursverluste sind umso größer, je riskanter der jeweilige Aktienmarkt eingeschätzt wird. So hat in Deutschland etwa der TecDax, in dem schnell wachsende Technologiewerte zusammengefasst sind, binnen einer Woche fast elf Prozent verloren, wohingegen die »sichereren« Standardwerte im Dax »nur« sieben Prozent abgegeben haben. Und auch die Anleihen riskanter Schuldner, die Versicherungsprämien für wackelige Kredite sowie Rohstoffe und Devisen bekamen die neue Risikoscheu zu spüren. Überall kam es zu teilweise kräftigen Turbulenzen.

An den Finanzmärkten hat eine verborgene Dynamik eingesetzt. Eine Dynamik, die im schlimmsten Fall neben weiteren heftigen Kursverlusten das Wachstum der Realwirtschaft belasten wird.

In unruhigen Zeiten müssen die Händler ihre Aktien verkaufen

Die Dynamik versteckt sich hinter drei großen Buchstaben: VAR. Das ist die Abkürzung für Value at Risk, das Risikomaß schlechthin an den modernen Kapitalmärkten. Vor etwa dreißig Jahren trat das Konzept seinen Siegeszug an, erst an den Universitäten, später in der Praxis. »Die ersten deutschen Banken haben sich damit vor rund zehn Jahren beschäftigt«, sagt Uwe Wystup, Professor an der privaten Hochschule Frankfurt School of Finance & Management. Die Banken in der angelsächsischen Welt waren etwas früher dran.

Inzwischen ist der VAR globaler Standard. Er gibt mit einer Wahrscheinlichkeit von 99 oder auch 95 Prozent den maximalen Tagesverlust für ein Portfolio, eine Bankbilanz oder eine Handelsposition an. VAR ist die Kennzahl, nach der Bankvorstände ihre Händler kontrollieren und nach der die Bankenaufsicht das Risiko der Banken und Finanzdienstleister beurteilt. Institute, die ein hohes Risiko gemessen am Value at Risk eingehen, müssen mehr Eigenkapital als Puffer bereithalten als risikoärmere Banken. Mit dieser Regulierung soll das Bankensystem unanfällig für Krisen gemacht werden.

Doch das Konzept ist nicht nur theoretisch umstritten (Die Zeit Nr. 22/06). Denn es setzt voraus, dass sich die Kurse an den Finanzmärkten wie in einer statistischen Normalverteilung, einer Gaußschen Glockenkurve, verhalten. Die Kurse müssten sich demnach kontinuierlich bewegen. Sie dürften nicht springen was sie aber in der Regel tun. Zumal wenn es turbulent zugeht.

Für die gegenwärtige Unsicherheit noch schlimmer ist jedoch, dass das Konzept VAR den Trend verstärkt. Wenn an den Finanzmärkten Ruhe herrscht und die Händler und Spekulanten sowieso bereit sind, mehr Risiko einzugehen, schaltet auch das Risikomaß VAR auf Grün. Wenn die Unsicherheit steigt, wären zur Stabilisierung der Märkte volkswirtschaftlich eigentlich mutige Händler wünschenswert, doch dann springt der VAR auf Rot und zwingt die Händler, sich von riskanten Titeln zu trennen.

Diese aberwitzige Eigenschaft liegt daran, dass die wichtigste Bestimmungsgröße für den Value at Risk die Volatilität ist. Die Volatilität wiederum ist das Maß, das die Schwankungsbreite der Kurse an den jeweiligen Märkten misst. Wenn die Aktien wie seit März 2003 unter geringen Ausschlägen auf immer neue Höhen steigen, sinkt die Volatilität. Der Volatilitätsindex Vix, der die Schwankungen am amerikanischen Aktienmarkt misst, hatte sich von 50 Punkten Ende 2002 bereits Ende 2003 auf unter 20 Punkte zurückgebildet und ist zuletzt sogar unter zehn Punkte gefallen und damit auf ein neues Rekordtief. Ganz ähnlich sieht der Verlauf des VDax aus, der die Schwankungen des Deutschen Aktienindex Dax misst. Er ist in den vergangenen fünf Jahren von 62 auf 13 Punkte gefallen. Einen ähnlichen Verlauf haben die Volatilitätsindizes für Staatsanleihen und Devisen genommen. Überall waren die Schwankungen in den vergangenen Jahren geringer als in früheren Zeiten. Damit sank das Risiko auf die eingegangenen Wetten jedoch nur, wenn man es mit dem VAR gemessen hat.

Tatsächlich haben die Banken in den ruhigen Jahren 2003 bis 2006 deutlich mehr riskante Anlageobjekte wie Aktien oder Anleihen wackeliger Schuldner auf ihre Handelsbücher genommen. Das hat Rolf Elgeti für die europäischen Banken nachgewiesen, wobei sich amerikanische und asiatische kaum anders verhalten haben dürften. Nach den Kalkulationen des Anlagestrategen der niederländischen Großbank ABN Amro hat sich der VAR in den Handelsabteilungen der großen europäischen Banken zwischen 2003 und Ende 2006 sogar noch erhöht. Da sich aber gleichzeitig die Volatilität gedrittelt hat, »befinden sich heute dreimal mehr riskante Titel in den Handelsbüchern der Banken«, sagt Elgeti.

Dreimal mehr riskante Titel in den Bilanzen der Banken sind Gift für die künftige Kursentwicklung von Aktien und anderen unsicheren Papieren, wenn die Volatilität kräftig steigt. Und die Volatilität ist ungewöhnlich rasant hochgeschnellt. Der amerikanische Vix zum Beispiel schoss in nur einem Tag um 70 Prozent nach oben und lag Ende vergangener Woche mit mehr als 18 Punkten noch höher. Laut Goldman Sachs war der Sprung so groß wie acht Standardabweichungen vom Durchschnitt. So etwas hätte niemals passieren dürfen, wenn die Standardrisikomodelle die Realität korrekt wiedergeben würden, notierte der britische Economist. Aber es ist passiert.

Wie werden die Hedgefonds reagieren?

Wie stark der Verkaufsdruck der Banken in den kommenden Wochen ausfällt, hängt vor allem daran, wie sie ihren Value at Risk messen und wie rasch die Volatilitätsindizes wei-

ter steigen. Von der großen amerikanischen Investmentbank JP Morgan sei bekannt, dass sich ihr VAR zu rund 80 Prozent aus der Volatilität der vergangenen Tage berechne, sagt Mark Wahrenburg, Professor für Bankbetriebslehre an der Universität Frankfurt. Der jüngste Anstieg hat in einem solchen Fall sehr unmittelbare Auswirkungen für die Bewertungen der Risikopositionen. Amerikanische Aktien sind über Nacht 80 Prozent riskanter geworden! Ähnliche Risikomodelle wie JP Morgan dürften alle global agierenden Investmentbanken besitzen, so auch die Deutsche Bank. Viele andere deutsche Banken dagegen, sagt Wahrenburg, würden den VAR anhand eines Zwölf-Monats-Durchschnitts berechnen. In diesem Fall wirke der Anstieg der Volatilität verzögert und gedämpft.

Die Banken werden auf jeden Fall in den kommenden Wochen latent auf der Verkäuferseite stehen, um ihren Value at Risk nicht in astronomische Höhen schießen zu lassen. Ähnlich sieht die Situation bei den mächtigen Pensionsfonds und Lebensversicherern aus. Auch sie sind reguliert und müssen ihren Value at Risk an die Aufsicht melden.
Und was machen die Hedgefonds, eine immer stärkere Macht an den Kapitalmärkten? Sie haben den Vorteil, nicht reguliert zu sein. In der Vergangenheit wurde ihre fehlende Regulierung als große Gefahr für das Finanzsystem gegeißelt, jetzt könnte sie sich als Segen herausstellen. Denn die Hedgefonds müssen ihr Risiko nicht nach dem VAR steuern, schon gar nicht müssen sie ihr Risiko so messen und an Ratingagenturen und Bankenaufseher melden. Sie könnten also in die Bresche springen und riskante Titel günstig kaufen, wenn die anderen Marktteilnehmer wegen der Regulierung verkaufen müssen.

Sie könnten. Ob sie tatsächlich schlauer sind als andere Investoren und bessere Risikomessmodelle als den Standard VAR verwenden, darf bezweifelt werden. Denn auch die großen Hedgefonds haben am grauen Dienstag im Schnitt rund vier Prozent verloren genauso viel wie die großen Aktienmärkte.

Herdentrieb ist an den Finanzmärkten ein bekanntes und uraltes Phänomen. Aber dass die Risikomessmodelle die Ansteckung fördern, weil sie in ruhigen Zeiten mehr Risiko erlauben und in turbulenten Zeiten weniger, ist ein gravierender Fehler in der gegenwärtigen globalen Finanzarchitektur. Wie fatal sich die falsche Regulierung auf die Stabilität des globalen Kapitalismus auswirkt, könnten schon die nächsten Wochen zeigen.

2. Preis - Vermögensverwaltung

Nadine Oberhuber
„Täter mit Komplexen“
Die Zeit vom 14. Juni 2007

Täter mit Komplexen

Warum sind Anlagebetrüger so erfolgreich? Ein Psychogramm.

Manche Geschichten klingen so unglaublich, dass Kriminalbeamte sie immer wieder zur Abschreckung erzählen. Etwa diese: Ein Anleger warf einem Vermögensberater 45.000 Euro in den Briefkasten – eingewickelt in die Papiertüte eines Schnellrestaurants. Bloß versehen mit dem Beipackzettel, er möge es »bitte wie üblich investieren«. Natürlich landete das Geld nie in einer Kapitalanlage, sondern auf dem Konto des vermeintlichen Vermittlers – er war ein Betrüger. Mit zweistelligen Renditeversprechen hatte er von Hunderten Anlegern Geld kassiert. Ratlose Polizisten und Verbraucherschützer fragten sich, wieso Investoren ihm leichtgläubig Geld anvertrauen.

Sind die Anleger dumm? Nein, sagen Kriminologen. Die meisten Opfer von Kapitalanlagebetrügern seien durchaus gebildet. »Es sind Ärzte dabei und andere Akademiker, sogar Psychologen und Rechtsanwälte. Da werden keine Schwarzwaldbauern über den Tisch gezogen«, sagt Helmut Kury, Professor für Rechtspsychologie, der solche Fälle vor Gericht als Gutachter erklärt. Selbst er gibt zu, schon einmal einem Betrüger auf den Leim gegangen zu sein. Letztlich kann jeder, der sein Geld nicht bei der Bank parkt, zum Opfer werden.

So spektakulär der Fall der Göttinger Gruppe ist, der derzeit Ermittler und Juristen beschäftigt (siehe Kasten) – er ist nur einer von vielen. Fast verdoppelt hat sich zuletzt die Zahl der Fälle fauler Unternehmen, betrügerischer Wertpapiergeschäfte und der Veruntreuung von Anlagegeldern. Laut Bundeskriminalamt (BKA) stieg sie von rund 11.000 im Jahr 2005 auf mehr als 18.000 im vergangenen Jahr. Und das sind nur die gemeldeten, aufgeflogenen Fälle. Weit darüber dürfte die Dunkelziffer liegen. Insgesamt, so schätzen Verbraucherschützer, bringen dubiose Anbieter die deutschen Anleger jährlich um 40 Milliarden Euro. Die Geprellten freilich erstatten nur selten Anzeige, wollen sie doch nur selten zugeben, einem Abzocker aufgesessen zu sein.

Die Motive und Charakterzüge von Betrügern nachzuvollziehen, darin liegt der Schlüssel zum Verständnis vieler Fälle von Kapitalanlagebetrug. Den wenigsten Drahtziehern geht es nur ums Geld, sind sich Kriminalisten einig. Was aber treibt die Gründer von Scheinfirmen dann an, wertlose Unternehmensanteile zu verkaufen? Wieso zocken Menschen mit Schneeballsystemen vorsätzlich Millionen Euro ab, indem sie Luftbuchungen vorgaukeln, wie die 600 Millionen Euro schwere Phoenix Kapitaldienst AG? »Das Wort Gier erklärt dabei überhaupt nichts, das sind nur vier Buchstaben auf dem Papier«, stellt Psychologieprofessor Hermann J. Liebel von der Universität Bamberg klar. Er hat für das BKA nach den Motiven und Profilen von Anlagebetrügern gefahndet und ist zum Ergebnis gekommen, dass Betrüger nicht vorrangig auf Geld, sondern auf Selbstbestätigung aus sind: »Es sind meist extrem smarte und unauffällige Leute, die als Haupthintergrund ein

Selbstwertproblem haben. Es sind die drei S, nach denen sie suchen: Selbstbestätigung, Sicherheit und soziale Bindung.«

Oft beginnt es mit Durststrecken, die überbrückt werden müssen

Das Verblüffende: »In dem Punkt sind sich Opfer und Täter sehr ähnlich«, sagt Liebel. Anleger streben mit der Geldanlage vor allem nach finanzieller Absicherung. Zudem wollen sie sich beweisen, dass sie mit Geld umgehen können. Auch sie hoffen auf Bestätigung. Von Banken und klassischen Investmentfirmen können sie in dieser Hinsicht wenig erwarten. Anlagebetrüger und deren Drückerkolonnen sind da weit geschickter: Sie rufen an, fragen nach, umwerben ihre Klientel nicht mit Serienbriefen, sondern mit Handgeschriebenem, und kommen auf einen Kaffee zu Hause vorbei. Das schafft eine Nähe, bei der die Kunden irgendwann alles unterschreiben.

Betrüger seien geniale Verkäufer, staunt Kury. »Die sind wie Staubsaugervertreter und haben ungeheure soziale Kompetenz und Überzeugungskraft.« Fast wäre er selbst einmal darauf reingefallen, als er im Gefängnis einen Betrüger zur Begutachtung traf, der mehrere Millionen Euro veruntreut hatte: »Er erschien im dunklen Anzug, mit Krawatte und Leitz-Ordner, wie zum Banktermin. Der redete mich so an die Wand, dass ich mich am Ende fragte: Sitzt der jetzt unschuldig im Knast?« Er tat es nicht. Alle Erklärungen waren gelogen.

Der Wunsch der Betrüger nach Bestätigung wurzelt meist in ihrer Kindheit. Es ist frappierend, wie sich die Geschichten der großen Finanzhaie ähneln. Die von Fondsmanager Dieter Behring etwa, von Milliardenbetrüger Jürgen Harksen, Flowtex-Gründer Manfred Schmider und anderen: Viele von ihnen kommen vom sozialen Rand. Ihre Eltern waren Fabrikarbeiter, Sozialhilfeempfänger oder Alkoholiker. Die späteren Betrüger wollten raus, »in die große weite Welt«, wie Behring es nannte. Sie sehnten sich »nach kleinen Krumen der Liebe«, so poetisierte Harksen. Die meisten plagen sich auch mit körperlichen Schwächen herum. Der eine litt schon als Kind unter seiner Pummeligkeit, der andere hat ein Tourette-Syndrom und neigt dadurch zum Spucken. Wieder andere versuchen, mit dem Komplex des kleinen Mannes fertig zu werden. Früher oder später, so Kury, suchen sie sich Berufe, »in denen das Umfeld schillert und sie bunte Fische sein können«. Manche arbeiten sich mühsam aus Handlangerjobs hoch, aber am Ende werden sie Börsenmakler, Vermögensvermittler, sie entwickeln Handelssysteme wie Behring oder umgeben sich wie Schmider mit Politikern. Sie wollen zeigen: Wir sind wer.

Oft fangen Betrüger als seriöse Geschäftsleute an. Die wenigsten Betrugssysteme waren von Anfang an als solche angelegt, haben Kriminologen festgestellt. Aber statt der anfänglichen Gewinne kassieren die Zocker bald Verluste, oder sie legen sich einen so ausschweifenden Lebensstil zu, dass ihnen die Finanzierung der Villen, Jachten und Autos über den Kopf wächst. »Dann ist die Grenze zwischen Geschäftstüchtigkeit und Straftat nur noch eine Gratwanderung«, sagt Hendrik Schneider, Professor für Strafrecht und Kriminologie an der Leipziger Akademie für angewandtes Wirtschaftsstrafrecht. Es beginnt damit, sich bei kleineren finanziellen Durststrecken ein bisschen Anlegervermögen »auszuleihen«. So begannen laut Schneider die Karrieren von Behring oder Harksen. Einmal derart gestartet, so Schneider, gehe Betrügern oft »sukzessive die Realitätswahrnehmung verloren«.

Viele Scheinfirmen halten sich jahrelang am Markt

Irgendwann sind Betrüger dann hauptsächlich mit dem Vertuschen beschäftigt, damit, Nachschub fürs Depot zu beschaffen. Das ist der Punkt, an dem Psychologen von der »sozialen Abkopplung« sprechen und Strafrechtler von Schneeballsystemen. Die Betreiber leben nur

noch für den Betrug. Sie versuchen auch ihre Mitarbeiter mit Extremarbeitszeiten von der Außenwelt abzuschneiden und durch enorme Gehälter an sich zu binden. Sie schaffen Abhängigkeiten, stellen im Einzelfall auch bevorzugt Mitarbeiter »mit dunklem Fleck im Lebenslauf« ein, so Gutachter Kury. »Die stellen keine dummen Fragen.« So findet eine Art sozialer Auslese statt: Nicht die intelligentesten Gauner werden zu ganz großen Betrügern, sondern jene, die sich schon als Kleingauner am besten tarnen und nie negativ auffallen.

Während die Firmenchefs noch Geschäfte vorgaukeln, sammeln sie in Wahrheit das Anlegergeld ein und zweigen horrende Provisionen für sich selbst ab. Fordert jemand seine Einlage plus Rendite zurück, zahlen sie ihm Geld aus, das neue Investoren gerade ins Unternehmen geschaufelt haben. Dass so etwas nicht ewig gut geht, versteht sich. Trotzdem halten sich solche Scheinfirmen jahrelang am Markt. So funktionierte die Phoenix Kapitaldienst AG 28 Jahre lang, bevor sie 2005 kollabierte und zur bislang größten Kriminalinsolvenz der Nachkriegsgeschichte avancierte. Und die Göttinger Gruppe, die nun den Fall Phoenix in den Schatten zu stellen droht, war rund 20 Jahre im Geschäft.

Verpassen die Betrüger, die erwischt werden, den Absprung? Nein, sie vollziehen ihn bewusst nicht, erklärt Kriminologe Schneider. Sie sehen von einem bestimmten Punkt an die Realität nicht mehr. Sogenannte Neutralisierungsstrategien setzen ein: Sie reden sich die Lage schön. Denken, alles zu perfekt unter Kontrolle zu haben, um aufzufliegen. Andere wiegen sich in der Gewissheit, dass ihr Modell bereits 15 Jahre gehalten hat und auch noch länger halten wird. Sie verdrängen und hoffen, es werde schon alles irgendwie gut gehen.

Einige Betrüger sorgen vor, hat Otto Lakies beobachtet. Er verfolgte als Leiter der Abteilung Forensik bei der Anwaltssozietät Schultze & Braun die Geldströme bei den Kriminalinsolvenzen von Phoenix und Flowtex: Der Flowtex-Chef etwa habe 150 Millionen Mark in eine Stiftung verschoben, so Lakies. »Die meisten Täter versuchen, mit einer Geldverschiebung für den Ausstieg vorzusorgen. Aber in der Regel funktioniert das Absetzen nicht. Sie setzen derart komplizierte Systeme auf, dass man nicht einfach alle Verbindungen kappen kann. Auch bekommen solche Leute es nicht hin, von der Oberfläche zu verschwinden.«

Man kann es Selbstüberschätzung nennen oder eine Persönlichkeitsstörung. Die meisten Täter sehen zu, wie ihre Luftfirmen irgendwann mit einem Knall verpuffen. Und die Kriminalstatistik des BKA darf sich rühmen, dass mehr als 99 Prozent aller Anlagebetrugsfälle aufgeklärt werden, weil die Täter bekannt sind. Den Opfern hilft das wenig. Vom Geld sehen sie meist nichts wieder. Sie streiten oft jahrelang vor Gericht, wie es jetzt bei Phoenix droht. Werden die Täter verurteilt, folgt für die Geprellten die nächste Ernüchterung.

»Dass einer von denen seine Tat bereut, habe ich noch nicht erlebt«, sagt Lakies. Bodo Schnabel, der mit Comroad die größte Luftnummer des Neuen Markts hinlegte, beteuerte noch aus dem Gefängnis heraus, er sei total unschuldig. Nicht nur das Unrechtsbewusstsein der Verurteilten ist meist schwach ausgeprägt, so Psychologe Liebel, auch ihre Therapiewilligkeit: »Die meisten bereiten schon im Gefängnis ihren nächsten Coup vor.«

Oft ist ein verurteilter Betrüger schneller wieder am Kapitalmarkt, als es sich Anleger träumen lassen. Mehr als ein paar Monate muss ohnehin kaum einer in den Bau – wenn überhaupt. Das sieht Kriminalitätsforscher Karlhans Liebl nach dem Vergleich von 6000 Wirtschaftsstrafprozessen als immense Schieflage in der Rechtsprechung an: »Wenn eine Kassiererin bei Aldi 300 Euro veruntreut, kriegt sie sechs bis zwölf Monate. Ein Millionenbetrüger bekommt maximal zwei Jahre – auf Bewährung.« Wirklich eindämmen lässt sich das Wirken der Kapitalanlagebetrüger so nicht.

Kasten Göttinger Gruppe

Neue Ermittlungswelle

Es droht der größte Fall von Kapitalanlagebetrug in der Nachkriegsgeschichte zu werden: Die Göttinger Gruppe, Anbieter von Pensionssparplänen mit dem Flaggschiffprodukt Securente, steht vor dem Kollaps. Rund 100.000 Anleger sollen um insgesamt mehr als eine Milliarde Euro bangen. Das Amtsgericht Göttingen bestätigte, dass die Securenta-Vorstände Jürgen Rinnewitz und Marina Götz per Haftbefehl gesucht werden. Sie seien untergetaucht. »Beide Vorstände sind trotz Vorladung nicht zu einem Anhörungstermin erschienen«, sagt Dietmar Brosche, stellvertretender Direktor am Amtsgericht.

Bei dem Termin sollte geklärt werden, ob die Securenta AG, eine Tochter der Göttinger Gruppe, ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen kann. Ein Anleger erstattete Strafanzeige, weil er seine Einlagesumme nicht zurückerhalten hatte. Die Vorladungen habe es häufiger gegeben, sagt Brosche, »gewöhnlich rief einer der Vorstände eine Stunde vor dem Termin an, um das Begleichen der Zahlung mitzuteilen«. Diesmal nicht.

Laut Brosche seien allein 2007 mehr als 40 Insolvenzanträge eingegangen, dann aber stets in letzter Sekunde ausgeräumt worden. Vergangene Woche nun wurden gleich zwei Insolvenzverfahren gegen die Securenta eingeleitet und vorläufige Insolvenzverwalter eingesetzt. Wer derzeit bei der Göttinger Gruppe anruft, erreicht nur eine Bandansage.

Laut Joachim Geyer von der Staatsanwaltschaft Braunschweig »häufen sich die Strafanzeigen«. Mehr als 170 Haftbefehle hat das Amtsgericht gegen Verantwortliche der Securenta erlassen. »Wir prüfen das Unternehmen bereits seit 2004 wieder«, sagt Geyer, »seitdem läuft ein Verfahren gegen die Securenta.« Der Vorwurf: Insolvenzverschleppung. Und seit drei Wochen seien zwei Sammelverfahren wegen des Verdachts auf Betrug und Kapitalanlagebetrug anhängig.

Es ist die zweite große Ermittlungswelle gegen die Göttinger Gruppe. Die erste begann auf Anzeige des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen (dem Vorläufer der BaFin) im September 2000. Obwohl viele Verdachtsmomente bestanden, wurde das Verfahren schließlich eingestellt. Der Beschluss stieß auf großes Unverständnis bei Aufsichtsamt und Anlegerschützern.

Verbraucherschützer wie Volker Pietsch, Geschäftsführer beim Deutschen Institut für Anlegerschutz (Dias), warnten schon in den neunziger Jahren vor dem undurchsichtigen Firmengeflecht. Trotzdem »setzten sich jahrelang selbst namhafte Politiker für das Unternehmen ein«, klagt Pietsch. Anlegeranwälte raten Kunden der Securente zu prüfen, ob sie ihre Zahlungen umgehend einstellen können.

3. Preis - Vermögensverwaltung

Frank Stocker und Jan Dams
„Geld verdienen an Katastrophen“
Welt am Sonntag vom 18. März 2007

Geld verdienen an Katastrophen

Der Klimawandel wird das Risiko von Naturkatastrophen erhöhen. Die Versicherer haben sich schon darauf eingestellt. Und Hedgefonds verdienen daran prächtig

Oben: Hochwasser an der Elbe vor knappeinem Jahr im Kreis Lüchow-Dannenberg. Das Wasser überflutete die Altstadt von Hitzacker. Mitte: Satellitenaufnahme zweier Hurrikanes im Pazifik im August 2006. Unten: Lang anhaltende Dürre hat Lehmboden in Marokko ausgetrocknet

Von Frank Stocker
und Jan Dams

Der 28. August 2005 war ein Sonntag. Doch in New Orleans war damals an Feiertagsruhe nicht zu denken. Hastig vernagelten die Einwohner der Stadt die Fenster und Türen ihrer Häuser. Sie packten einige wenige Habseligkeiten in ihre Autos und verließen fluchtartig die Stadt. Eile war geboten. Denn über dem Meer dräute der Wirbelsturm „Katrina".

Aber auch in einem Büro in Zürich wurde zur gleichen Zeit unter Hochdruck gearbeitet. Dort beugte sich Niklaus Hilti über die aktuellen Wetterkarten. Er war damals bei der Bank Leu, einer Tochter der Investmentbank Credit Suisse, für alternative Anlagen zuständig und Fachmann für die Einschätzung von Versicherungsrisiken.

Seine Bank nahm besonderen Anteil am Schicksal der amerikanischen Stadt, denn im Depot der Schweizer lagen Anteile des Cat-Bonds Kamp Re. Diese sogenannte Katastrophenanleihe war von der Schweizer Rück begeben worden. Und diese wiederum deckte damit Risiken der Versicherungsgesellschaft Zurich Financial Services ab.

Anlegern versprach Kamp Re satte Renditen von bis zu 15 Prozent. Aber die Anleihe beinhaltete eben auch ein Risiko: Investoren würden all ihr Geld verlieren, sollte die Zurich Financial Services innerhalb von fünf Jahren bei einem Hurrikan oder einem Erdbeben in den USA mehr als eine Milliarde Dollar verlieren. Mit dem herannahenden Sturm begann daher das große Zittern der Anleger.

Anzeige

„Katrina" war einer der größten Versicherungsfälle der vergangenen Jahre. Und wenn die These vom bevorstehenden Klimawandel wirklich stimmt, dann könnten in denen kommenden Jahren noch viele Katastrophen dieser Art bevorstehen. Doch sie pflügen nicht nur die Natur um. Der Sturm „Katrina" hat auch im Finanzmarkt vieles verändert und einem Segment zum Durchbruch verholfen, das es erst seit rund zehn Jahren gibt: der Verbriefung von Versicherungsrisiken. Versicherer tragen mit diesem Instrument die Risiken nicht mehr selbst, sondern reichen sie auf den Markt für sogenannte Kreditderivate weiter, verbriefen sie. Und hier sind heute vor allem Hedgefonds aktiv, die satte Gewinne wittern.

Hilti hatte im Falle des Cat-Bonds Kamp Re den großen Vorteil, dass er einst Meteorologie studiert hatte. So sah er schon früh, was viele andere erst später erahnten. „Wir konnten am Sonntagabend schon absehen, dass der Cat-Bond ausfallen wird", sagt Hilti. Zu diesem Zeitpunkt war der Hurrikan noch nicht einmal auf Land getroffen. „Wir warfen daher sofort unsere Anteile auf den Markt und konnten sie tatsächlich teilweise noch eins zu eins verkaufen."

Die Hedgefonds rissen sich um die Tranchen. Noch am 10. Oktober, also Wochen nachdem der Sturm eingeschlagen hatte, konnte Hilti Anteile zu 20 Cent je Dollar Nominalwert an sie weiterreichen und so wenigstens einen Teil seines eingesetzten Geldes retten. Einige Hedgefonds hatten offenbar selbst zu diesem Zeitpunkt noch nicht begriffen, was den Besitzern der Anleihe blühte. Sie rechneten entweder damit, dass die Schäden geringer waren als befürchtet oder verstanden die Funktionsweise der Katastrophenanleihe nicht ganz. Wie auch immer: „Es ist gut, wenn es naive Marktteilnehmer gibt", kommentiert Hilti trocken. „Auch die braucht man."

Nun wäre nahe liegend, dass gerade die Hedgefonds nach dem Totalverlust bei Kamp Re die Lust an solchen Katastrophenanleihen verloren haben. Doch das Gegenteil ist der Fall. Seit „Katrina" boomt der Markt wie noch nie. Die Hedgefonds stürzen sich geradezu auf das Anlagevehikel. Schätzungen gehen davon aus, dass sich der Markt für Katastrophenanleihen im vergangenen Jahr auf rund acht Milliarden Dollar versechsfacht hat.

Im Juni, einem der besten Monate überhaupt, verkaufte allein die Swiss Re solche Anleihen im Wert von fast einer Milliarde Dollar. Der Versicherer hat kein Problem Abnehmer zu finden. Fast jedes Mal, wenn er eine Katastrophenanleihe begibt, stehen neue Anleger vor der Tür, berichtet Luca Albertini von Swiss Re Capital Markets in London. „Die kleineren Fonds investieren zwischen einer und fünf Millionen Euro, die großen, etablierten zwischen 20 und 25 Millionen."

Rund ein Drittel der Kunden sind Hedgefonds, ein weiteres Drittel Fonds, die sich auf Katastrophenanleihen spezialisiert haben. Vielen Hedgefonds habe „Katrina" überhaupt gezeigt, wie Katastrophenanleihen funktionieren, glaubt Albertini. „Und im Vergleich zu anderen Anlagen mit einem ähnlichen Risiko bieten sie derzeit wesentlich bessere Renditen."

Dies liegt an einer Eigentümlichkeit des Versicherungsmarktes. So steigen die Versicherungsprämien stets nach einem großen Schaden. Wenn dann längere Zeit keine Zahlungen mehr geleistet werden mussten, geben auch die Prämien langsam wieder nach. Daher liegen die Prämien für Versicherungen gegen Naturkatastrophen derzeit so hoch wie bei keinem anderen Risiko, wie die Tabelle zeigt.

So beträgt die Risikoprämie für Versicherungen gegen Naturkatastrophen durch Wind in den USA mit einem Schaden von über 50 Milliarden Dollar oder bei einem Erdbeben mit einem Schaden über 20 Milliarden Dollar derzeit 27 Prozent. Die Eintrittswahrscheinlichkeit liegt dagegen nur bei 2,5 Prozent, also bei einem Schadensfall alle 40 Jahre. Diese statistische Zahl orientiert sich an den Erfahrungswerten der vergangenen Jahrzehnte. „Aber selbst wenn sich die Wahrscheinlichkeit von Stürmen durch die Erderwärmung verdoppelt, kann man derzeit immer noch die fünffache Risikoprämie verdienen, statistisch gesehen", rechnet Hilti vor. „Üblich ist dagegen bei den meisten anderen verbrieften Versicherungsrisiken nur das Dreifache." Die renditehungrigen Manager der Hedgefonds lässt das natürlich nicht kalt.

Mit ihrer regen Nachfrage haben sie daher in den vergangenen Monaten dem Markt zum Durchbruch verholfen und eine Branche umgewälzt. „Früher war die Risikokette in der Versicherungswirtschaft relativ klar", sagt Axel Wichmann, Experte der Hannover Rück für alternativen Risikotransfer. „Die Versicherer gaben ihre Risiken an die großen Rückversicherer weiter. Diese wiederum teilten ihre Risiken auf, verpackten sie neu und verkauften Anteile meist an andere Rückversicherer." Auf diese Weise wurden gerade die großen Risiken breiter gestreut und die Gefahr, dass eine Versicherung aufgrund eines großen Schadenfalles zahlungsunfähig wird, war minimiert.

Heute gibt es jedoch weltweit nur noch wenige große Rückversicherer. Daher ist es auch schon passiert, dass ein Versicherer in seinen Büchern Risiken fand, die er selbst einst an andere weiterverkauft hatte. In einer Art Ringtausch aber waren diese am Ende wieder bei ihm selbst gelandet. Um solchen Karussellgeschäften zu entgehen, ist der Kapitalmarkt natürlich eine perfekte Alternative. Daher füttern die Rückversicherer die gierigen Hedgefonds heute durchaus sehr gerne mit immer neuen Risikotranchen aus ihren Büchern.

Mittlerweile gibt es verschiedene Modelle, mit denen die Branche es geschafft hat, sich der Risiken, die sie versichert, praktisch völlig zu entledigen und an die Fonds oder andere Investoren weiterzugeben. Oft orientiert sich die Auszahlung der Anleihen an bestimmten zuvor festgelegten Parametern. So muss beispielsweise gezahlt werden, wenn der Wind eine bestimmte Stärke übertrifft. „Das ist dann zum Beispiel eine Wette auf die Windgeschwindigkeit" sagt Wichmann. Für die Anleger, die so eine Anleihe kaufen, ist es dann völlig egal, was zum Beispiel Wichmanns Kollegen von der Hannover Rück an der US-Küste versichert haben. „Sie interessiert nur, wie stark der Wind bläst, um ihr Risiko abzuschätzen", sagt Wichmann.

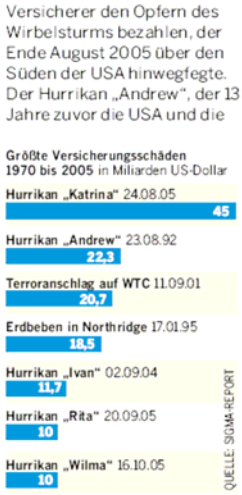
Der Versicherungsmarkt wurde im Gefolge von „Katrina" also umgekrempelt. Doch auch für Niklaus Hilti hat sich inzwischen einiges geändert. Er hat seinen Job gewechselt und managt heute bei der Credit Suisse ein Zertifikat, mit dessen Hilfe auch Privatanleger in Versicherungsrisiken investieren können. Hilti kauft dafür bei den Rückversicherern Risikotranchen ein. Die Prämien kommen dann dem Anleger zugute – sofern kein Schadensfall eintritt.

Bei zwei Schäden innerhalb von fünf Jahren in einem Depot mit zehn gleich gewichteten Risiken sei noch mit einer Rendite von neun Prozent zu rechnen, sagt Hilti. Bei fünf Schäden seien 3,7 Prozent Jahresertrag zu erwarten, und erst ab sieben Schäden innerhalb von fünf Jahren sei die Rendite leicht negativ. Und wenn er das Gefühl hat, dass ein Risiko nicht mehr ins Portfolio passt oder zu gefährlich wird, dann kann er es auch wieder verkaufen. Irgendein Hedgefonds als Abnehmer wird sich schon finden.

„Katrina" und die Folgen

HOHER SCHADEN

■ Der Hurrikan „Katrina" verursachte den größten Versicherungsschaden aller Zeiten. Rund 45 Milliarden Dollar mussten die Versicherer den Opfern des Wirbelsturms bezahlen, der Ende August 2005 über den Süden der USA hinwegfegte. Der Hurrikan „Andrew", der 13 Jahre zuvor die USA und die Bahamas heimgesucht hatte, kostete die Versicherungen nur halb so viel, ebenso wie der Terroranschlag auf das World Trade Center. Der Tsunami von Ende 2004 taucht in der Liste der größten Schäden nicht auf, da die meisten Opfer nicht versichert waren.



HOHE PRÄMIEN

■ Unmittelbare Folge des Hurrikans „Katrina" war, dass die Prämien für Versicherungen gegen Naturkatastrophen extrem gestiegen sind. So ist etwa für eine Versicherung gegen Windschäden in den USA im Wert von mehr als 50 Milliarden Dollar oder gegen einen Erdbebenschaden in den USA im Wert von mehr als 20 Milliarden Dollar eine Risikoprämie von rund 27 Prozent zu bezahlen. Eine Versicherung gegen zwei Schäden in der US-Luftfahrt im Wert von mehr als 0,5 Milliarden Dollar kostet dagegen nur eine Prämie von rund acht Prozent. Die Eintrittswahrscheinlichkeit ist in beiden Fällen statistisch gesehen jedoch ungefähr gleich hoch.

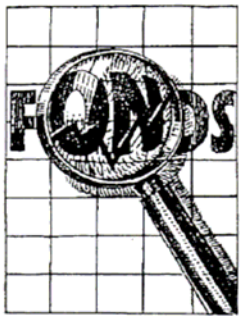
Sonderpreis Sprache - Vermögensverwaltung

Dr. Hanno Beck
„Eine runde Sache“
Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 10. Oktober 2006

Der Fondsmarkt

Eine runde Sache

Nichts ist für unsere an das Dezimalsystem gewöhnten Augen schöner als eine Zahl, die möglichst viele Nullen hinter sich herschleppt. Die Zehn, die Hundert oder gar die Tausend appellieren an unseren Sinn für numerische Ästhetik und geben uns das Gefühl, etwas Rundes, Vollständiges, wenn nicht gar Vollkommenes zu besichtigen. Kein Wunder, daß man auch im Wirtschaftsleben nach hundert oder tausend Tagen Bilanz zieht – gerne referiert der professionelle Wirtschaftschronist die zehn größten Unternehmer oder ersten hundert Tage eines Vorstands. Zuletzt durfte die Fondsbranche sogar drei Nullen hinter der Eins feiern: Da galt es nämlich 1000 Tage Hedge-Fonds in Deutschland zu würdigen – ein Fest für Freunde des gepflegten Dezimalsystems.



Nichts aber könnte die Zerrissenheit dieses Jubiläums besser dokumentieren als ein Blick in die Zeitungen der vergangenen Tage. Auf den vorderen Seiten wurden genüßlich, mit leichtem Weltuntergangsschauer die Fünf-Milliarden-Dollar-Schlappe des amerikanischen Hedge-Fonds Amaranth und weitere Millionenverluste von Hedge-Fonds mit Ängsten vor einer weltweiten Finanzkrise ausgebreitet. Nur wenige Zeitungsspalten entfernt fand sich die Aufforderung der Deutschen Bank an Anleger, Risiken aus ihrem Depot zu nehmen, indem sie mehr Geld in alternative Anlageklassen investieren – zu denen auch Hedge-Fonds gehören. Schizophrener geht es kaum, könnte man meinen: Auf der Frontseite das Hedge-Fonds-Armageddon, ein paar Seiten weiter der Investment-Rat, sein Risiko im Portfolio mittels Hedge-Fonds zu reduzieren. Was ist denn nun richtig?

Die Wahrheit kommt – wie fast immer – nicht in Schwarzweiß, sondern in dezenten Grautönen daherflaniert: Der Fehler in der gesamten Hedge-Fonds-Diskussion besteht darin, daß es den Hedge-Fonds an sich nicht gibt. Der Begriff ist eine Sammelbezeichnung für exklusive Vermögensverwaltungen mit einer Vielzahl verschiedener Investmentstrategien, die in der Regel wenig reguliert sind. Da gibt es also neben hochspekulativen Fonds, die mit hohem Einsatz auf Schweinebäuche oder Erdgaskontrakte spekulieren, Fonds, die, der ursprünglichen Hedge-Fonds-Idee folgend, versuchen, eine konstante Rendite mit möglichst geringem und berechenbarem Risiko zu erzielen. Wer alle diese Anlagevehikel als Hedge-Fonds über einen Kamm schert, argumentiert in etwa genauso differenziert wie jemand, der alles, was Räder hat, als Auto betrachtet.

Diese Unkenntnis der Hedge-Fonds-Branche dokumentiert sich nirgends besser als in den gesetzlich vorgeschriebenen Aufdrucken auf den Verkaufsprospekten, daß bei diesen Investments ein Totalverlust möglich sei. Warum solche Warnungen nicht auf zahllosen Internet-Fonds, Knock-out-Zertifikaten, geschlossenen Fonds oder herkömmlichen Aktienfonds prangen, wissen nur die Paragraphen – und die schweigen. Eine Warnung vor einem Totalverlust bei einem Investment kann durchaus angebracht sein. Wer diese Warnung aber nur bei den – in Deutschland eher defensiven – Hedge-Fonds-Produkten anbringt, handelt ungefähr genauso logisch wie jemand, der eine Geschwindigkeitsbegrenzung für Autos fordert – aber bitte nur für die roten Fahrzeuge.

Vermutlich war es ein Fehler der Branche, den Kunden Hedge-Fonds als Heilsbringer zu preisen. In der finanzbranchentypischen Sucht nach verkaufswirksamen Schlagwort-Investments haben sich die Fondsgesellschaften dadurch ein Eigentor geschossen, als sie dem Massenpublikum Hedge-Fonds verkaufen wollten. Jetzt müssen sie damit leben, daß alle Produkte, die sie mit diesem Etikett versehen und in den Handel gebracht haben, in die Ecke der Armageddon-Investments gestellt werden.

Wer sich davon freimachen will, muß jenseits der Begrifflichkeiten nicht auf das – oftmals auch mit einer negativen Konnotation versehene – Schlagwort achten, sondern auf Investmentstrategie und -versprechen. Wer also auch in Zukunft etwas für sein Portfolio tun will, achtet beim Fondskauf nicht auf Schlagworte, fehlende oder vorhandene Verlustwarnungsaufkleber, sondern interessiert sich für den Inhalt des Fonds und hofft auf eine alte Investmentregel: Selber denken macht reich.

HANNO BECK

Sonderpreis Recherche - Vermögensverwaltung

Stefan Jäger
„Wer soll das bezahlen?“
Die Zeit vom 7. September 2006

Wer soll das bezahlen?

Die Pleite der Kapitalanlagefirma Phoenix kostete die Kunden viele Millionen. Der Gesetzgeber garantiert ihnen eine Entschädigung. Doch das Geld dafür fehlt

Ich bekomme mein Geld wieder. Davon gehe ich fest aus«, sagt Falk Rheimer. Rheimer, der in Wirklichkeit anders heißt, hat bei einem der größten Fälle von Anlagebetrug in der Geschichte Deutschlands knapp 20000 Euro verloren. Phoenix Kapitaldienste GmbH heißt das Frankfurter Wertpapierhandelsunternehmen, dessen Pleite die Investoren zwischen 500 bis 800 Millionen Euro kosten könnte. Rund 30000 Anleger hatten den Versprechen der Firma geglaubt und auf zweistellige Renditen im Optionshandel gehofft. Doch Phoenix produzierte nur Verluste. Michael Milde, die rechte Hand des Firmengründers Dieter Breitkreuz, erfand Handelsgeschäfte, um die Verluste zu vertuschen. Vertriebsprovisionen und laufende Kosten wurden aus den Einzahlungen der Sparer finanziert.

So was nennt man Schneeballsystem.

Das Ganze flog erst auf, als Dieter Breitkreuz im Frühjahr 2005 mit dem Flugzeug tödlich verunglückte. Für Gericht und Insolvenzverwalter ist der Fall weitestgehend aufgeklärt. Es bleiben die Phoenix-Kasse mit knapp 300 Millionen Euro und Tausende geprellter Anleger, wie Falk Rheimer. Dabei hat er noch Glück. »Bei mir wars Spielgeld. Andere haben sogar eine Hypothek aufs Haus aufgenommen, um bei Phoenix Kasse zu machen«, weiß Rheimer. Schließlich lockten nicht nur zweistellige Renditen, es lockte auch eine Garantie der besonderen Art: Selbst wenn etwas schief gehen sollte, seien, so warben die Vertriebsleute, 20000 Euro durch die Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen (EdW) versichert. Diese ist rein rechtlich ein Sondervermögen des Bundes, ein Geldtopf, aus dem private Anleger entschädigt werden sollen. Gegründet wurde die EdW zum 1. August 1998. Die Verwaltung des Geldes obliegt der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) in Frankfurt. Ist eine Wertpapierhandelsfirma nicht in der Lage, eine Einlage zurückzuzahlen oder ein Wertpapiergeschäft zu erfüllen, springt die EdW ein. Der Entschädigungsanspruch jedes einzelnen Anlegers ist auf maximal 20000 Euro begrenzt.

»Es kann nicht sein, dass Anleger einfach so entschädigt werden«

Die »EdW-Versicherung« wurde Teil der Marketingstrategie von Phoenix. Rund 20000 der knapp 30000 Kunden blieben mit ihrer Einlage denn auch unter derGrenze von 20000 Euro. Deren Ansprüche gegenüber der EdW in Folge der Insolvenz von Phoenix summieren sich nach Angaben der EdW auf 180 bis 200 Millionen Euro. Das Problem: Beim derzeitigen Kassenstand ist die EdW zahlungsunfähig. »Der variiert täglich«, sagt EdW-Chef Michael Helmers, »im Moment liegen wir deutlich unter 10 Millionen Euro.« Helmers ist der bei der KfW zuständige Abteilungsleiter für die EdW.

Die Dimension des Falls Phoenix ist auch für ihn völlig neu. Seit Bestehen hat die EdW in 16 Fällen ein Entschädigungsverfahren durchgeführt und 13 Millionen Euro ausbezahlen müssen. Um alle Anträge infolge des Phoenix-Skandals zu bearbeiten, wird seine Abteilung zwei bis drei Jahre brauchen, schätzt Helmers und verspricht trotzdem: »Die Auszahlung soll Anfang nächsten Jahres beginnen.«

Wie sich die Kassen der EdW bis dahin füllen sollen, ist offen. Zwar kann die EdW Sonderbeiträge erheben. Doch diejenigen, die laut Gesetz verpflichtet sind, diese zu zahlen, also die Wertpapierhandelshäuser, haben keine Lust, die Suppe, die Phoenix ihnen eingebrockt hat, auszulöffeln. Sie behalten sich rechtliche Schritte vor.

»Kann ich für einen Schaden haftbar gemacht werden, den ich selbst nie anrichten kann?«, fragt sich zum Beispiel Markus Korfmacher, Vorstand und Gründungspartner des Frankfurter Finanzdienstleisters Equinet. Im Gegensatz zu Phoenix verwaltet Equinet die Kundeneinlagen nicht selbst. »Wir haben Partnerbanken, bei denen wir für die Kunden Depots eröffnen«, erklärt Korfmacher. Nach diesem Modell arbeiten fast 99 Prozent aller 760 Finanzdienstleistungsinstitute und Wertpapierhandelsbanken Deutschlands. Als Zwangsmitglieder in der staatlichen EdW zahlen sie einen jährlichen Betrag in den EdW-Topf.

Dieser ist begrenzt auf zehn Prozent des Jahresüberschusses und liegt je nach Größe des Instituts zwischen 300 Euro und mehr als 500000 Euro. Bliebe es dabei, dass die Entschädigung der Phoenix-Anleger allein von den EdW-Mitgliedern aufgebracht werden müsste, käme auf jedes Mitglied das 60- bis 70fache des EdW-Jahresbeitrages. Denn dass die Anleger Anspruch auf Entschädigung haben, steht fest. Das hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) bereits am 15. März 2005 entschieden.

»Unsere Branche fühlt sich bedroht«, sagt Lutz Gebser, Vorsitzender des Verbands unabhängiger Vermögensverwalter (VuV). Die Branche der Vermögensverwalter wird von kleinen und mittelständischen Unternehmen geprägt - oft haften die Eigentümer mit ihrem persönlichen Vermögen. Viele zahlen an die EdW Jahresbeiträge von 10000 Euro und würden demnach durch eine Sonderumlage möglicherweise mit 700000 Euro belastet. »Damit wird diese Umlage zur Enteignung«, befürchtet der VuV-Chef. Gebser hält den der EdW zugrunde liegenden Gedanken für schädlich: »Es kann nicht sein, dass jeder Anleger auf unrealistische Renditeversprechen hin mal einfach so bis 20000 Euro entschädigt wird. Die Leute werden so unkritisch, Kriminalität wird herausgefordert.«

War die Entscheidung der BaFin vielleicht zu voreilig? »Aus Anlegersicht nein«, sagt Christoph Schalast, Professor für Bankrecht an der Hochschule für Bankwirtschaft in Frankfurt am Main. »Die BaFin stand unter enormem Zeitdruck. Den Spielraum, den das Entschädigungsgesetz lässt, hat sie genutzt. Somit erscheint mir diese Entscheidung insgesamt kaum angreifbar«, sagt Schalast. Die BaFin ist indes auch die Behörde, der das Landgericht Frankfurt am Main in der Urteilsbegründung im Prozess gegen die Verantwortlichen von Phoenix »Kontrollversagen« vorwirft. Strukturell sei die BaFin nicht in der Lage, Betrugsfälle aufzudecken, und die von ihr beauftragten Wirtschaftsprüfer seien zu »papiergläubig« gewesen.

Hintergrund des Vorwurfs ist, dass die BaFin im Jahr 2002 die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young mit einer Sonderprüfung von Phoenix beauftragt hatte. Es gab

Hinweise, dass Phoenix das Geld der Anleger nicht sauber von eigenen Firmengeldern trennte, so wie es der Gesetzgeber verlangt. Ernst & Young stellte genau das auch fest.

Dass die Kundengelder sogar für andere Zwecke längst ausgegeben und verschwunden waren, haben die Wirtschaftsprüfer von Ernst & Young allerdings wohl übersehen. Jedenfalls berichteten sie nichts dergleichen an die BaFin offenbar war dies auch nicht Teil des ausdrücklichen Sonderprüfungsauftrags. Phoenix kam das gelegen. Mit der »erfolgreichen« Sonderprüfung ging der Vertrieb auf Kundenfang. »Wir sind BaFin-geprüft«, hieß es.

Falls sich die Mitgliedsunternehmen erfolgreich gegen die Sonderbeiträge der EdW wehren, ließe das Gesetz, als letzten Ausweg, die Kreditaufnahme zu. Nur wo? Auf dem freien Bankenmarkt ganz sicher nicht, weiß EdW Chef Michael Helmers: »Beispielsweise bei der Deutschen Bank einen Kredit aufzunehmen wäre nicht möglich, da die EdW keine Sicherheiten zu bieten hat.« Helmers räumt ein: »Es könnte in der Tat darauf hinaus laufen, dass die EdW einen Kredit bei der KfW aufnimmt.« Die EdW, eine Abteilung der KfW, nähme bei der KfW, also quasi bei sich selbst, einen Kredit auf.

Als letzter Ausweg bliebe noch ein Kredit bei der KfW

Nicht gerade billig ist die Verwaltung der EdW durch die KfW. Stolze 1073,71 Euro betrug der Tagessatz der KfW-Mitarbeiter, die mit der Abwicklung der Beitragserhebung und Schadensbearbeitung beschäftigt waren. So steht es zumindest im EdW-Geschäftsbericht für das Jahr 2000. » Diejenigen, die uns hohe Verwaltungsausgaben vorhalten, dürften eigentlich keine Zahlen kennen«, entgegnet EdW-Chef Helmers. In der Tat sind die Geschäftsberichte der EdW laut Gesetz nicht öffentlich.

Die Zahlen für 2000 waren jedoch im Rahmen eines Gerichtsprozesses bekannt geworden. Kritik an der Höhe der Verwaltungskosten weist Helmers zurück. »Im Zeitraum ab 2003 haben wir Entschädigungszahlungen von knapp 13 Millionen Euro geleistet. Die Verwaltungsaufwendungen betrugen in diesem Zeitraum rund 4,5 Millionen Euro.« Das sei angemessen, »besonders wenn Sie bedenken, dass wir im letzten Jahr wegen der Bearbeitung des Falls Phoenix zeitweise 22 Mitarbeiter beschäftigen mussten. Sonst sind es sechs bis neun.«

Auf die Frage, wie es den Verwaltungsaufwand und die so entstehenden Kosten bei der EdW beurteilt, verweist das zuständige Bundesfinanzministerium zurück an die KfW. Besteht Reformbedarf? » Für eine Beantwortung dieser Frage«, so das Ministerium, »ist es zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch zu früh.« Eine grundlegende Änderung der geltenden Regelungen sei gegenwärtig weder auf Ebene der EU noch national geplant. Dabei gäbe es durchaus Alternativen. Ein Vorschlag lautet: Den Topf vergrößern, die EdW mit der EdB zusammenführen. Letztere ist die Entschädigungseinrichtung der deutschen Banken. Alle sind dabei: private Banken, Sparkassen, Volks- und Raiffeisenbanken. Ein Fall wie Phoenix brächte kein Mitgliedsunternehmen an den Rand der Pleite. Auch die EdB wurde infolge einer EU-Richtlinie 1998 gegründet, und auch bei ihr ist der Sparerschutz auf maximal 20000 Euro pro Kunden beschränkt.

1. Preis - Immobilienwirtschaft

Norbert Kuls und Birgit Ochs
„Die etwas andere Hypothek“
Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 30. Juli 2006

Die etwas andere Hypothek

In Amerika können Hausbesitzer ihre Immobilie zu Bargeld machen - ohne dabei das Haus zu verlieren.

NEW YORK, 29. Juli. James Garner ist auch nicht mehr der Jüngste. 78 Jahre alt ist der in den siebziger Jahren als Detektiv Jim Rockford berühmt gewordene Schauspieler mittlerweile. Sein Haar ist nicht mehr so dunkel und voll wie zu den Zeiten von Rockford und auch sein Gesicht ist nicht mehr so kantig. In seiner jüngsten Rolle kommt ihm das zugute. In offenem Hemd und hellblauem, ärmellosem Pullover mimt Garner mit Händen in den Hosentaschen einen vertrauenswürdigen amerikanischen Rentner. Garner macht so Werbung für Financial Freedom, eine Sparte der kalifornischen IndyMac Bank - und er ist ein geradezu idealer Werbepartner. Denn Financial Freedom ist Spezialist für ein Produkt, das sich an Senioren über 62 Jahre richtet, eine sogenannte Reverse Mortgage. Diese "umgekehrte Hypothek" ist ein Produkt, das es in Deutschland in dieser Form noch nicht gibt, das aber in Amerika zunehmend an Popularität gewinnt.

Eine Reverse Mortgage ist ein Kredit für Hausbesitzer, den sie nicht zurückzahlen müssen, solange sie das Haus als Erstwohnsitz nutzen. Den etwas sperrigen Namen erhielt diese Form der Hypothek, weil Hausbesitzer dabei nicht wie bei einer normalen Hypothek monatliche Raten zahlen, sondern Geld erhalten. In Kanada, wo diese Hypothekenform schon stärker verbreitet ist als beim südlichen Nachbarn, heißt das Produkt "Home Income Plan" - also Einkommensplan mit Eigenheim.

Das - steuerfreie - Geld kann als Einmalbetrag, feste monatliche Zahlung, Kreditlinie oder als Kombination von Kreditlinie und monatlichem Einkommen gezahlt werden. Zurückgezahlt wird es inklusive aufgelaufener Zinsen und anderer Gebühren, wenn der letzte überlebende Kreditnehmer - im Fall eines Paares - das Haus verkauft oder auszieht. Sterben die Kreditnehmer, wird das Geld von den Erben oder aus dem Nachlaß zurückgezahlt.

Der Clou der Sache: Die Kreditnehmer bleiben bis auf weiteres im Besitz des Hauses. Bei einer normalen Hypothek geht das Haus in den Besitz der Bank über, sollten keine Zahlungen mehr geleistet werden. "Kreditnehmer werden unter keinen Umständen gezwungen, ihr Haus zu verlassen, vorausgesetzt sie zahlen ihre Immobiliensteuer und Versicherung weiter", sagt Peter Bell, Präsident der National Reverse Mortgage Lenders Association (NRMLA), dem Verband für Anbieter dieser Art Hypothek.

Die Zielgruppe sind Rentner, die Kapital in ihrem Haus gebunden haben, aber liquide Mittel benötigen. Restriktionen für die Verwendung des Geldes gibt es nicht. Manche Rentner beantragen eine Reverse Mortgage, um Schulden zu bezahlen, andere, um teure Medikamente zu kaufen, ihr Haus zu renovieren oder einfach mehr Einkommen zur Verfügung zu haben.

"Umgekehrte Hypotheken sind am besten für Leute geeignet, die reich an Immobilien, aber arm an Bargeld sind", meint Scott Leonard, selbständiger Vermögensberater im kalifornischen Redondo Beach. "Es ist in Kalifornien nicht ungewöhnlich, daß jemand nur eine staatliche Rente erhält, aber ein Haus im Wert von 3 Millionen Dollar besitzt", sagt Leonard.

NRMLA-Präsident Bell widerspricht der Einschätzung, daß es sich nur um ein Produkt für Hausbesitzer mit angespannter Liquiditätslage handelt. Er betrachtet es als Finanzwerkzeug für Senioren, die viel Eigenkapital im Eigenheim gebunden haben.
In den Vereinigten Staaten gibt es diese Hypotheken seit Anfang der neunziger Jahre. Der Kongreß hatte Ende der achtziger Jahre ein entsprechendes Gesetz erlassen, um Rentnern größere finanzielle Flexibilität zu ermöglichen. Für Rentner ohne großes Einkommen ist es generell schwierig, einen regulären Kredit oder eine zweite Hypothek zu bekommen.

Es gibt mehrere Arten der Umkehrhypotheken, aber die populärste mit einem Marktanteil von 90 Prozent ist die Home Equity Conversion Mortgage (HECM) – die Umtauschhypothek für das Eigenheimkapital. Diese Hypotheken sind über die staatliche Behörde Federal Housing Administration (FHA) besichert. "Wir verzeichnen eine steile Wachstumskurve", berichtet Verbandspräsident Bell. In den Jahren 2001 bis 2005 hatte sich die Zahl der aufgenommenen HECM-Kredite versechsfacht. Allein im vergangenen Bundes-Fiskaljahr (Ende September) wurden rund 43 000 umgekehrte Hypotheken vergeben. Für dieses Jahr rechnet Bell mit bis zu 70 000 neuen Verträgen. Das starke Wachstum führt er auf den steigenden Bekanntheitsgrad des Produkts zurück. "Es gibt mittlerweile mehr Leute, die eine umgekehrte Hypothek nutzen, und das spricht sich herum. Es ist eine Art Schneeballeffekt", sagt er. Dazu hat die amerikanische Presse das Thema entdeckt und die Fernsehwerbung, die sich oft auf lokalen Sendern findet, die alte Fernsehserien wiederholen, tut ihr übriges. "Umgekehrte Hypotheken waren bisher ein Randprodukt, aber wir bewegen uns darauf hin, ein Massenprodukt zu werden", prognostiziert Bell. Die meisten Anbieter sind spezialisierte Kreditinstitute, aber auch große Regionalbanken wie Wells Fargo oder die Hypothekensparte der Bank of New York bieten diese Produkte an.

Patrick Dawson, ein pensionierter Oberschullehrer aus dem Bundesstaat Illinois, nutzte vor acht Jahren eine Reverse Mortgage, um seine existierende Hypothek auf sein Haus abzuzahlen und sich den Traum einer Reise auf dem Amazonas zu erfüllen. Dawson besaß ein Haus im geschätzten Wert von 106 000 Dollar, schuldete seiner Bank aber noch über 56 000 Dollar für seine Hypothek. Da er früh pensioniert wurde, hatte er nur eine Rente in Höhe von 1000 Dollar monatlich zur Verfügung, von der noch die Hypothekenrate von 647 Dollar abging. Für Lebensmittel und an-

dere Notwendigkeiten blieb nicht mehr viel Geld. Hausbesitzer müssen ihre Hypothek nicht völlig abgezahlt haben, um eine Reverse Mortgage zu erhalten. Aber sie müssen in diesem Fall erst ihre alte Hypothek ablösen. Dawson zahlte 20 000 Dollar aus Ersparnissen dazu und löste mit einem Teil der Reverse Mortgage seine Hypothek ab. Damit hatte er im Monat mehr Geld zu Verfügung und konnte für seine Reise sparen. Dennoch gibt es Kritik. Abschreckend auf Verbraucher wirken die als hoch empfundenen Gebühren, wie selbst NRMLA-Präsident Bell einräumt. "Das ist unser größtes Marketingproblem", sagt er. Die Gebühren fallen gleich am Anfang an, und die meist variablen Zinsen akkumulieren sich über die Laufzeit. Als Teil der Abschlußkosten für die staatlich besicherten Produkte ist eine Prämie für die Hypothekenversicherung von 2 Prozent und danach eine jährliche Prämie von 0,5 Prozent auf die Kreditsumme zu zahlen. Diese Prämie garantiert, daß bei einer potentiellen Insolvenz des Kreditgebers die Regierung eingreift und die Schulden niemals den Wert des Hauses übersteigen.

Die Höhe der Reverse Mortgage hängt vom Alter des Kreditnehmers, aktuellen Zinsen und dem Wert und dem Standort des Hauses ab. Für die staatlich besicherten Hypotheken besteht allerdings eine Bemessungsgrenze für den Wert der Immobilie. In ländlichen Gegenden darf der Wert des Hauses den Betrag von 200 160 Dollar nicht überschreiten. Für teurere Gegenden in Metropolen beträgt diese Summe 362 790 Dollar. In anderen Worten: Wenn das Haus mehr wert sein sollte, würde eine Reverse Mortgage dennoch nur auf Basis dieser Summe kalkuliert.

Hausbesitzer, deren Immobilien mehr wert sind, bleibt derzeit nur die Alternative, zu einem Anbieter nicht staatlich besicherter Produkte zu gehen. Dazu gehört die Hypothekengesellschaft Fannie Mae, die eine Reverse Mortgage mit einer höheren Bemessungsgrenze von 417 000 Dollar offeriert. James Garners Financial Freedom ist bisher die einzige Gesellschaft, die auf noch reichere Kunden zielt und keine Obergrenze für den Wert der Immobilie oder der Hypothek festsetzt.
James Garner selbst dürfte ein guter Kandidat für eine hohe Reverse Mortgage sein, sofern er es überhaupt nötig hat. Jedenfalls wohnt er wie viele Film- und Fernsehstars in Brentwood, einem Stadtteil von Los Angeles. Und diese Gegend ist für ihre Multimillionen-Dollar-Anwesen bekannt.

2. Preis - Immobilienwirtschaft

Ingmar Höhmann
„Warten auf den großen Knall“
Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 28. Januar 2007

Warten auf den großen Knall

In Spaniens Metropolen haben die Wohnungspreise Rekordsummen erreicht. Nun droht die Spekulationsblase zu platzen.

Barcelona. "Qué locura!" - "Was für ein Wahnsinn!" Wenn Ester Torroella von ihrer Wohnung erzählt, kann sie ihr Glück kaum fassen, denn die 57 Quadratmeter machen sie mit jedem Tag reicher und reicher. Seit sie vor drei Jahren mit ihrem Freund den Kaufvertrag unterschrieb, hat sich der Wert ihrer Wohnung fast verdoppelt. "Und das Verrückte ist, dass es einfach nicht aufhören will", sagt die 31 Jahre alte Frau.

Torroella hat sich mit dem Eigenheim gerade noch rechtzeitig den spanischen Traum erfüllt - mittlerweile kann sich den kaum jemand mehr leisten. Die Wohnungspreise rund um die spanischen Wachstumsregionen haben astronomische Summen erreicht. Auch Torroella wohnt nur in Badalona, einem Vorort der katalanischen Metropole Barcelona. Wie sie zieht es immer mehr Spanier an die Peripherie und ins Umland, weil eine Wohnung in der Stadt unerschwinglich geworden ist.

Spaniens Immobilienmarkt hat sich rasant entwickelt. Allein in den vergangenen zehn Jahren hat sich der Preis für eine Wohnung knapp verdreifacht. Die Quadratmeterpreise in Madrid, Barcelona oder San Sebastián haben längst europäische Spitzenniveaus erreicht. Und die Baubranche bricht alle Rekorde: Allein im vergangenen Jahr erhielt sie nach Regierungsangaben mehr als 800 000 Aufträge für neue Wohnungen - so viel wie noch nie und weit mehr als in jedem anderen europäischen Land. Doch den Preisanstieg hat dies nicht gebremst.

Gleichzeitig trieb der Bauboom einen ungeahnten Wirtschaftsaufschwung an und schuf Millionen neuer Arbeitsplätze. Die Arbeitslosenquote soll, so hofft die Regierung, dieses Jahr unter 8 Prozent fallen. Vor zehn Jahren waren es noch 20 Prozent. Mehr als ein Fünftel des Bruttoinlandsprodukts hängt mittlerweile vom Bausektor ab. Doch die Anzeichen mehren sich, dass all das sehr bald ein Ende hat. Im vergangenen Jahr ist erstmals seit langem der Preisauftrieb am Immobilienmarkt unter die 10-Prozent-Marke gefallen. Marktbeobachter sehen darin nur den Anfang einer scharfen Korrektur, wobei die komplette überdimensionierte Baubranche einstürzen könnte. Und: Platzt die Immobilienblase, steht mit ihr das gesamte spanische Wirtschaftswunder auf der Kippe.

Die gewaltige Preisentwicklung ist den Spaniern schon lange nicht mehr geheuer. Seit Jahren sorgt das Schreckgespenst eines Immobiliencrashs in den Medien für Furore. Vor zweieinhalb Jahren hat die Regierung eigens

ein Wohnungsministerium ins Leben gerufen, das seitdem mit Milliardenbeträgen subventionierten Wohnraum für die spanische Durchschnittsfamilie zur Verfügung stellt, die die Mondpreise auf dem freien Markt nicht mehr bezahlen kann. Wohnungsministerin María Antonia Trujillo hofft tapfer, das Schlimmste vermeiden zu können. "Wir vertrauen darauf, dass wir eine weiche Landung der Preise erreichen werden, so dass der Preisanstieg mehr oder weniger mit der Inflationsrate übereinstimmt", sagte Trujillo im Dezember.

Die Zentralbank springt der Ministerin bei. "Die jüngste Entwicklung zeigt, dass das wahrscheinliche Szenario einer moderaten Anpassung der Überbewertung bereits in Gang ist", beschwichtigt José Luis Malo de Molina, Generaldirektor des Banco de España.

Der Preiseinbruch in den vergangenen Monaten ist allerdings erst der Anfang. Denn während die Staatsbank weiterhin optimistisch darauf beharrt, dass von einer Immobilienblase keine Rede sein könne, kühlt der überhitzte Markt ab: Kaum jemand ist noch bereit, für zwei Zimmer, Küche, Bad auf 45 Quadratmetern stolze 250 000 Euro zu bezahlen - solche "Schnäppchen" wie in Barcelona bieten die Makler inzwischen massenweise an. Im Gegensatz zu früher bleiben die Käufer aber aus. Neue Zahlen belegen, dass die Verkäufer in der Boomregion Katalonien im zweiten Halbjahr 2006 nur noch halb so viele Wohnungen veräußerten wie in der ersten Jahreshälfte.

Wirtschaftsexperten wie José García-Montalvo, Professor an der Universität Pompeu Fabra in Barcelona, haben daher wenig Zweifel, dass auf dem spanischen Wohnungsmarkt eine enorme Spekulationsblase kurz vor dem Platzen steht. "Nur 50 bis 60 Prozent der Preisentwicklung lassen sich aus den Fundamentaldaten erklären", sagt García-Montalvo. Er geht davon aus, dass der Bausektor in Spanien sehr bald in eine Rezession eintreten wird.

Auch in der stets zu Optimismus neigenden Immobilienbranche mehren sich die Zweifel. Ramón Barreras von der Makleragentur Inmobiliaria Barreras in Madrid befürchtet, dass die Spanier das Vertrauen in den Aufschwung verloren haben. "Jetzt im Jahr 2007 kommt bei vielen die Erkenntnis an, dass wir auf ganzer Front auf eine Immobilienkrise zusteuern. Viele werden nur wenig von dem Geld wiedersehen, das sie für ihre Wohnung ausgegeben haben", sagt Barreras. Mit der Ansicht ist der Experte nicht allein. Umfragen zufolge glauben sogar neun von zehn Käufern selbst, dass sie zu viel für ihre Wohnung bezahlen, hoffen aber entgegen aller Vernunft auf weiter steigende Preise.

Das Ausland zeigt sich schon lange skeptisch. Während die Einheimischen selbst immer kräftiger für ihr Eigenheim in die Tasche greifen, ziehen sich ausländische Investoren zunehmend vom aufgeblähten Immobilienmarkt der Iberischen Halbinsel zurück. Im vergangenen Jahr haben sie bereits 16 Prozent weniger in spanische Ziegel und spanischen Beton gesteckt als noch 2005. Auch internationale Institutionen mahnen seit Jahren Reformen an. Die Europäische Zentralbank hält spanische Immobilien um 30 Prozent überbewertet.

Weil der Anstieg so lange angehalten hat, könnte der Fall umso tiefer sein und für viele Spanier den Ruin bedeuten. Denn wie in kei-

nem anderen europäischen Land legen die Iberer ihre Ersparnisse in Immobilien an. Oft leben sie noch im Alter von mehr als 30 Jahren bei den Eltern und ziehen erst aus, wenn sie eine eigene Wohnung kaufen - oder auf Pump finanzieren können. Anders als in Deutschland vergeben die Banken Kredite in den meisten Fällen aber mit variablen Zinssätzen. Weil diese in den vergangenen Jahren historisch niedrige Niveaus erreicht hatten, feuerte diese Vorgehensweise den Immobilienboom noch zusätzlich an. Jetzt allerdings, da die Zinsen im Euro-Raum steigen, verteuern sich die Kredite entsprechend. Immer mehr Haushalte können die steigenden Abzahlungsraten nicht mehr aufbringen. "Vor allem diejenigen, die sich eine Zweitwohnung gekauft haben, werden Monat für Monat immer weiter von einer Hypothek aufgefressen werden, die sie nicht mehr bezahlen können", prophezeit daher Immobilienexperte Barreras.

Gerade Familien aus der Mittelschicht haben es zunehmend schwerer, ihre Schulden zu bezahlen. Denn der Durchschnittsverdienst liegt immer noch weit unter deutschem Niveau. Während die Preise stark angezogen haben, sind die Einkommen nur moderat gewachsen. Schon jetzt sind viele Spanier über beide Ohren verschuldet. In diesem Jahr wird nach Schätzungen des Verbandes der spanischen Hypothekenbanken die Summe aller Hypothekenkredite in Spanien die Billionengrenze überschreiten - und damit größer sein als das gesamte Bruttoinlandsprodukt. Allein im vergangenen Jahr stieg der Gesamtwert der vergebenen Kredite um fast ein Viertel. Doch die spanischen Banken verleihen ihr Geld weiterhin ziemlich freizügig.

Neben der Finanzbranche hat auch die spanische Regierung ihren Teil zur Entwicklung beigetragen: Massive Steuervergünstigungen für Eigenheimkäufer haben Nachfrage und Preise künstlich aufgebauscht. Der Internationale Währungsfonds und die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) haben diese Geldgeschenke mehrfach kritisiert. "Es ist wahrscheinlich, dass die Steuerreduzierungen zum Großteil zu höheren Preisen führen", heißt es in einer OECD-Studie. Ohne die Subventionen würden die Wohnungspreise um bis zu 30 Prozent niedriger liegen. Zudem hat diese Praxis dazu geführt, dass Mietwohnungen - ohnehin in Spanien traditionell unpopulär - gänzlich zur Mangelware geworden sind, was viele Geringverdienende vom Zugang zu den eigenen vier Wänden ausschließt. Mittlerweile wohnt dort nur noch jeder Zehnte zur Miete, in Deutschland ist es mehr als jeder Zweite.

Gleichzeitig stehen mehr als drei Millionen Wohnungen leer – als Zweitwohnungen oder Spekulationsobjekte. Angesichts der Ungleichgewichte könnte das Zusammenbrechen des Immobilienmarktes nur noch eine Frage der Zeit sein.

Auch Ester Torroella weiß, dass ihre Wohnung in Barcelona nicht ewig an Wert gewinnen wird. Anders als vielen Spekulanten bereitet ihr das aber keine schlaflosen Nächte, denn als Anlageobjekt hat sie ihr neues Zuhause nie betrachtet. Zudem hat sie mit ihrer Stelle in einem Touristenbüro in Barcelona einen festen Job. Und auch wenn der Wohnungsmarkt zusammenbricht - auf die Urlauber kann sich Spaniens Wirtschaft weiterhin verlassen.

3. Preis - Immobilienwirtschaft

Christina Rathmann
„Hypotheken-Analysten zwischen Kassandrarufen und Beruhigung“
Börsen-Zeitung vom 15. März 2007

Hypotheken-Analysten zwischen Kassandrarufen und Beruhigung

Merrill spricht von „Wachstumsrezession“ – Société Générale befürchtet Konsumknick – Studie: Banken stehen 110 Mrd. Dollar Verluste binnen fünf Jahren bevor

Von Christina Rathmann, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 15.3.2007

Die Probleme im „Subprime“-Segment des amerikanischen Hypothekenmarktes lasten nicht nur auf den Bankaktien, sie beherrschen auch die Markteinschätzungen von Kreditinstituten. Eine „Hypotheken-Malaise“ befürchtet Merrill Lynch. Goldman Sachs verweist dagegen auf eine Studie, wonach die Schwierigkeiten für die US-Wirtschaft leicht zu verkraften seien.

Unterdessen geriet mit H&R Block ein weiteres Unternehmen in die Turbulenzen (siehe Artikel auf dieser Seite). Selbst der Autobauer General Motors ist betroffen: Seine inzwischen verkaufte Finanztochter GMAC wies im vierten Quartal im privaten Hypothekengeschäft einen Verlust von 651 Mill. Dollar aus, wie Bloomberg berichtet.

So klein das Subprime-Segment des Hypothekenmarktes auch sein möge, so seien doch Auswirkungen auf den gesamten Markt zu befürchten, schreibt die Investmentbank Merrill Lynch. „Ja, die direkten makroökonomischen Folgen der Probleme im Subprime-Segment mögen gering sein. Doch am meisten Sorge bereiten uns die Dominoeffekte, die mit großer Wahrscheinlichkeit zu erwarten sind, wenn das Angebot an Hypothekarkrediten insgesamt verringert wird.“

Preisrutsch von 10 Prozent

Die Nachfrage nach Wohnimmobilien werde zurückgehen, womit auch die Preise in den Keller gehen dürften. Merrill erwartet einen Preisrutsch von 10% in den USA in diesem Jahr. Damit dürfte das Wirtschaftswachstum um einen halben Prozentpunkt geringer ausfallen und sich nur noch auf 1,5 bis 1,75% belaufen. „Das ist noch keine klassische Rezession, aber wir nennen es eine Wachstumsrezession“, stellt die Bank fest, wobei sie bereits unterstellt, dass die US-Notenbank die Wirtschaft mit einer Zinssenkung um 100 Basispunkte stützt.

Société Générale erwartet, dass die Konsumausgaben der Amerikaner durch die sinkenden Häuserpreise signifikant beeinträchtigt werden. Von der Gefahr einer Wirtschaftskrise könne aber nicht gesprochen werden. Moderater klingt die Einschätzung von ABN Amro: Nach Ansicht des Instituts „stehen die Chancen gut, dass die US-Konjunktur dies verdaut und der Immobilienmarkt 2008 den Tiefpunkt überwindet“. Dafür sprächen die fundamentalen Rahmenbedingungen.

300 Mrd. Dollar gefährdet

Weniger pessimistisch als Merrill Lynch ist auch Christopher Cagan von First American Real Estate Solutions. Auf eine Studie des Experten von Anfang Februar stützt etwa Goldman Sachs die eigenen Einschätzungen. Cagan geht davon aus, dass 7,7 Millionen Kreditnehmer in den USA in Schwierigkeiten geraten, wenn die Kosten ihrer variabel verzinsten Hypothekarkredite an die Marktzinsen angepasst werden und steigen. Diese Haushalte stünden für ein Kreditvolumen von 768 Mrd. Dollar. Wirklich ausfallgefährdet seien davon rund 300 Mrd. Dollar.

So hoch sich diese Summen anhören mögen, gibt Cagan doch Entwarnung: Die Kreditausfälle würden wohl nicht auf einmal anfallen, sondern auf die nächsten fünf Jahre verteilt. Da die Banken die Häuser als Sicherheiten verwerten könnten, dürften die tatsächlichen Verluste bedeutend geringer ausfallen.

Auf 110 Mrd. Dollar schätzt Cagan die insgesamt in den nächsten Jahren von den Banken zu erwartenden Verluste. Die Wirtschaft der USA wachse derzeit um rund 300 Mrd. Dollar p. a.; selbst wenn sich die Verluste der Banken aus dem Hypothekengeschäft in einem Jahr auf 30 Mrd. beliefen, hieße das lediglich, dass das Wirtschaftswachstum eben um ein Zehntel geringer ausfalle als bisher. Allerdings unterstellt Cagan bei seiner Kalkulation ein Wirtschaftswachstum von 3%, das bedeutend höher ist als das, welches die Analysten von Merrill Lynch bei ihrer skeptischeren Analyse zugrunde legen.

Einig ist sich Cagan mit den Analysten von Société Générale darin, dass die Probleme im Subprime-Segment von den Anbietern der Kredite selbst verursacht sind. „Einzigartig an den jüngsten Entwicklungen im Subprime-Segment ist, dass die Ausfälle zeitgleich mit einer gesunden Entwicklung im Arbeitsmarkt aufgetreten sind“, stellt die französische Bank fest. Außerdem seien die Ausfälle bei gerade erst vergebenen Krediten akut gestiegen. „Das deutet darauf hin, dass eine lockere Kreditvergabe die Probleme verursacht hat, nicht wirtschaftliche Schwäche.“ Die Stärke des Häusermarktes habe die laxe Kreditvergabe nur kaschiert.

Deutlich gelockert sind die Standards bei der Kreditvergabe offenbar seit drei Jahren. Bei rund 19% der variabel verzinsten Hypothekarkredite, die 2004 neu vergeben wurden, mussten die Hauskäufer kein Eigenkapital vorweisen. Im Jahr 2005 war dies sogar bei 57% der neuen variabel verzinsten Ausleihungen der Fall; auf aktuellere Daten konnte Cagan für seine Studie nicht zurückgreifen. In den Jahren vor 2004 hatte der Anteil der Kredite ohne Eigenkapital nie über 15% gelegen.

Deutsche Bank will zukaufen

An den Aktienbörsen waren aufgrund der Turbulenzen am Subprime-Markt gestern Bankaktien in Europa die Verlierer. Deutsche Bank gingen mit mehr als 5% Verlust bei 91,50 Euro aus dem Handel. Die Bank schrieb in einer internen Mitteilung, sie vergebe keine ungesicherten Kredite an Finanzinstitute, die Hypotheken vergäben. „Sie stellt ihnen lediglich Zwischenfinanzierungen bereit, die mit Sicherheiten unterlegt sind. Mit dem aktuellen Marktwert unserer Sicherheiten fühlen wir uns wohl und sehen uns gut aufgestellt, um in der aktuellen Marktsituation sich bietende Gelegenheiten zu nutzen.“

Am Vortag hatte bereits der Finanzchef von Goldman Sachs, David Viniar, gesagt, dass der Broker angesichts der Krise im Hypothekensektor über den Kauf einer Subprime-Hypothekenbank nachdenke, berichtete das „Wallstreet Journal“. Die Aktie von Goldman Sachs stand am Mittwochabend mit 0,6% im Plus bei rund 200 Dollar.

▶ Bericht zu General Motors Seite 10

H&R BLOCK

Aktie stürzt ab

Börsen-Zeitung, 15.3.2007

Bloomberg – Die Turbulenzen am US-Hypothekenmarkt haben nach New Century Financial und Accredited Homelenders auch H&R Block erfasst. Kreditausfälle im Subprime-Segment ließen den Verlust im Quartal bis Ende Januar um 29 Mill. Dollar höher ausfallen als im Februar angekündigt, so das Unternehmen. Der Aufsichtsbehörde werde die Bilanz für das Quartal später eingereicht als vorgesehen, hieß es am Dienstag nach Börsenschluss.

Die H&R-Aktie brach nachbörslich um 11% ein und verlor am Mittwoch bis zu 8,7% auf 18,31 Dollar. H&R bietet über ihre Töchter neben Krediten auch Beratungs- und Buchprüfungsdienste an. H&R hatte Ende Februar einen Nettoverlust von 45 Mill. Dollar im Quartal angekündigt. Seitdem hat H&R ihre Hypothekensparte Option One unter die Lupe genommen und einen Wertverfall bei Hypothekenkrediten festgestellt. Option One soll noch diesen Monat verkauft werden.

Anzeige

Sonderpreis Sprache - Immobilienwirtschaft

Beatrix Boutonnet
„Philosoph im Schafspelz“
Fonds & Co. Nr. 2/2007

Philosoph im Schafspelz

Abzocker oder Visionär? Anno August Jagdfeld hat zwei Gesichter. Welche Seite man auch sehen mag, er polarisiert in jedem Fall.

Dies ist die Geschichte eines Visionärs. Sie handelt von einem Immobilieninvestor, der das Geld, den Luxus und die Philosophie liebt. Von einem Vater, der seinen fünf Söhnen ein Vorbild sein will, der seinen jüngsten Spross Hannibal Moses nannte, weil dies aus dem Phönizischen übersetzt „Geschenk Gottes“ heißt. Sie erzählt von einem Ästheten, der asiatische Kunst sammelte, sich mit Yoga beschäftigt und dabei doch das Elitäre liebt, gleichzeitig aber auch ein Gut in der Nähe von Heiligendamm betreibt und sich mit dem englischen Thronfolger über biologisch-ökologische Landwirtschaft austauscht.

Dieser Facettenreichtum ist an seiner äußeren Erscheinung kaum zu erkennen. Vom Typ her wirkt Anno August Jagdfeld eher wie ein Lateinlehrer. Das war auch lange sein Berufswunsch. Doch das Leben spielte anders. Er wurde Fondsinitiator für Luxusimmobilien und sammelte über 2,15 Milliarden Euro Anlegerkapital ein. Dies zeigt bereits den erste Widerspruch in seiner Person.

Wer verstehen will, was Jagdfeld tatsächlich prägte, muss in seine Jugend zurückgehen. Geboren wurde er im Rheinland. Die weiche Sprachtonfärbung dieser Gegend hat er über die Jahre nicht verloren, so wenig wie die Heimatverbundenheit. Seine Eltern hatten in Jülich bei Aachen ein Möbelgeschäft. Die Zeit war knapp. Der junge Anno August kam daher in ein Internat des Salesianer-Ordens. In dieser Zeit bildete sich seine bis heute anhaltende Liebe zur Altphilologie. Letztendlich überwog dann aber wohl doch sein Geschäftssinn: Nach dem Abitur studierte er Betriebswirtschaft und machte eine Ausbildung zum Steuerberater. Der Weg in die Immobilienbranche lag nah.

Von da aus war es nur noch ein Katzensprung zum Fondsinitiator. 1981 gründete er in Köln die Fundus-Gruppe. Jagdfeld wäre nicht Jagdfeld, wenn nicht auch der Name der Gesellschaft eine tiefere Bedeutung hätte: Es ist der lateinische Ausdruck für Grund und Boden. Vor allem seine Verhandlungstaktik war es, die den Grundstein zum Erfolg legte. Er präsentierte sich als der Mann, der den Luxus nach Deutschland holte. Gleichzeitig aber gab er sich zurückhaltend, sobald es um konkrete Details ging.

Der Aufstieg: Er baute, kaufte, sanierte und verhalf seiner ganze Familie in seine Unternehmen. Seine Frau Anne Maria, die er seit seiner Jugend kennt und die von der Yellowpress als Lifestyle-Expertin gefeiert wird, entwarf das Interieur des Hotel Adlon. Auch das klassizistische Ensemble des Grandhotels Heiligendamm, das auf der Immobilienmesse in Cannes zur schönsten Hotelimmobilie der Welt gekürt wurde, trägt bei der Inneneinrichtung die Handschrift ihres Designbüros amj.

Geschmack hat Anne Maria Jagdfeld ohne Zweifel. Viel Geschmack. Und den lässt sie sich teuer bezahlen. Wie in feinen Kreisen üblich, wird jedoch über Geld – auch wenn es sich um Anlegergeld handelt – nicht gesprochen. So finden sich in den Fondsprospekten nur sehr spärliche Angaben über die Kosten der amj-Leistungen.

Wie blanker Hohn mag dies für manchen Anleger klingen, angesichts der Tatsache, dass bei vielen Fonds die Ausschüttungen fehlen. Ist Jagdfeld also nicht so gut, wie er sich zu präsentieren versteht? Bis dato haben rund 50 000 Anleger in 49 Fonds investiert. Das Fondsvolumen liegt bei stolzen 3,17 Milliarden Euro, so das Ergebnis von Stefan Loipfingers Marktanalyse der Beteiligungsmodelle 2007. Doch wie erfolgreich ist der Immobilienmogul Anno August Jagdfeld tatsächlich?

Jagdfeld ist eine intelligente Wirtschaftstätigkeit nicht abzusprechen – allerdings fehlte ihm in der Vergangenheit oft das Augenmaß. Gar nicht so schlecht sähe es aus, würde man nur einen ersten, flüchtigen Blick ausschließlich auf die Vorzeigeobjekte werfen: Adlon, Heiligendamm, Zingst – schöne, werthaltige Immobilien. Doch eine genauere Durchsicht des Zah-

Foto:

lenmaterials bringt auch weniger Rühmliches zum Vorschein.

Eine faire Gesamtbeurteilung muss allerdings bei den Ostfonds berücksichtigen, unter welchen Bedingungen Jagdfeld sie aufgelegt hat. Dass hier kaum einer erfolgreich war und er zumindest versucht hat, den Schaden für die Anleger zu begrenzen. Allerdings mit bescheidenem Erfolg. In den letzten Monaten mehrten sich indes die Anzeichen, dass Jagdfelds große Zeit vorbei ist. Seit 2004 verzichtet er bei Anfragen auf die Herausgabe der jährlichen Umsatzzahlen. Und die Volumina der neuen Fonds werden kleiner. Wo für das Adlon anfänglich noch umgerechnet rund 220 Millionen Euro Investitionsvolumen realisierbar waren, wurde mit dem Strandhotel Zingst ein deutlich kleineres Fondsobjekt aufgelegt.

Während Jagdfelds Bewunderer ihn als Retter der Luxushotellerie feiern, argwöhnen seine Kritiker, er habe bei den Fonds nicht genügend Sorgfalt walten lassen und werfen ihm vor, seine Renditeversprechen nicht eingehalten zu haben. Er wehrt diese Argumente ab und hält die Fassade aufrecht. Nach wie vor ist Jagdfeld in der Branche präsent und plädiert als Redner und Experte bei Podiumsdiskussionen für Luxushotellerie und Premiumimmobilien.

Doch hinter den Kulissen kracht es gewaltig. Die Bilanz hat zu viele Kratzer, als dass seine Plädoyers noch glaubwürdig wären. Immer weniger Anleger schenken Jagdfelds Visionen Glauben oder gar Geld. Für die Kapitalerhöhung beim Adlon wurde die Zeichnungsfrist bis 2010 verlängert. Auch für das Grandhotel Heiligendamm, das Steigenberger Strandhotel Zingst und das Parkhotel Quellenhof in Aachen geht die Kapitalsuche schleppend voran.

Der Weltwirtschaftsgipfel soll nun zumindest für Heiligendamm positive Impulse geben. Das kann das Hotel auch brauchen, denn, so munkeln Hotelexperten, die Auslastung ist karg, die Ertragssituation eng, der Direktor musste kurz vor dem großen Event gehen. Auch eine finanzierende Bank hatte Bedenken. Anfang 2007 drohte sie, aus einem 15-Millionen-Euro-Kredit auszusteigen. Schnell

musste eine Umfinanzierung gefunden werden. Doch das dürfte gar nicht so einfach werden, denn die Bundesbank hat Jagdfeld untersagt Finanzengpässe mit Anlegergeldern auszugleichen.

Quälen dürfte den Finanzier auch jeder Gedanke an die Pyramide im Berliner Plattenbau-Viertel Marzahn. Die Jagdfeldsche Luxusimmobilie wirkte dort immer wie ein Fremdkörper. Und die Anleger verloren mit ihr viel Geld. Auch um andere Objekte wie die Gutenberg-Galerie in Leipzig ist es nicht gut bestellt. Seine ökonomische Bilanz fällt daher mager aus. Etwa drei Viertel aller laufenden Fonds blieben laut einer Leistungsbilanzanalyse von Hannes Nickl hinter den Ergebnissen zurück. Die stammte aus dem Jahr 2004. Aktuellere Leistungsbilanzen gibt es nicht.

Wer heute mit Jagdfeld spricht, hört viel über Tradition und Integrität. Ob aus taktischem Kalkül oder ehrlicher Überzeugung, ist schwer zu entscheiden. Anno August Jagdfeld ist ein ziemlich harter Brocken: konservativ und gewissenhaft in Bezug auf gesellschaftliche Anforderungen. Ein Snob aber ist er nicht. Er glaubt an Ideale und um diese zu erreichen, kennt sein Engagement keine Grenzen.

Der Vorwurf des skrupellosen Anlegerabzockers passt da nicht so recht ins Bild. Zumal Jagdfeld durchaus ehrlich gemeinte Visionen jenseits der Immobilienbranche hat, wie beispielsweise seinen Traum von einer Schule für Allgemeinbildung an der Ostsee. Bleibt dennoch die Frage nach Gier und Geschäft: Wie konnte es dazu kommen, dass ein Philosophieliebhaber, der Sokrates verehrt, offenbar doch das ein oder andere mal seine persönliche Leistungsbilanz über die seiner Fonds bzw. seiner Anleger stellte?

Jagdfelds Antrieb, will man seinen Ausführungen Glauben schenken, ist nicht persönlicher Reichtum. Was ihn antreibt ist, so sein Tenor, ganz nach den vier sokratischen Primärtugenden Gerechtigkeit, Tapferkeit, Weisheit und Besonnenheit eine Kombination aus Verantwortungsgefühl und Mut gegenüber seinen Geschäftspartnern und Anlegern.

Auch Gerechtigkeit gehört dazu. Über kaum einen Begriff wird derzeit soviel diskutiert wie darüber. Unternehmen verpflichten sich dazu in umfassenden Leitbildern. Versprechen, Verantwortung gegenüber den Anlegern und Angestellten zu übernehmen. Doch oft ist es das Papier nicht wert, auf dem es gedruckt ist.

Geldgier und Eigensucht, auf lateinisch Egoismus, drängen die von Sokrates vehement verfochtenen Tugenden zurück. Mut und Tapferkeit, zu seinen Taten zu stehen und dafür die Verantwortung auch tatsächlich zu übernehmen, hat kaum einer mehr. Oder doch? Ansonsten bliebe nur der große deutsche Philosoph Nietzsche als Erklärung für die Jagdfeldschen Wesensbrüche: „Wie? Ein großer Mann? Ich sehe immer nur den Schauspieler seines eignen Ideals."

Foto:

Sonderpreis Recherche - Immobilienwirtschaft

Stefan Rullkötter, Joachim Althof, Jörg Lang und Ulrich Lohrer
„Deutsche Immobilien – Das Comeback“
€uro, Dezember 2006

TITEL Immobilien

Deutsche Immobilien Das Comeback

Im internationalen Vergleich sind die Preise für **deutsche Immobilien** günstig. Das haben auch ausländische Investoren erkannt und drängen verstärkt auf den Markt. Zusätzlich wird die neue Anlageform Reits für Schwung sorgen. Wie sich Privatanleger jetzt in Stellung bringen.

Friedrichstraße

Fürstenstraße

Die Königsbau-Passagen – das größte Einkaufszentrum in Stuttgart – gehören seit Oktober der britischen Investmentbank Evans Randall. Kaufpreis: 220 Millionen Euro. Verkäufer des Prestigeobjekts in 1a-Lage sind die HSH N Real Estate und die Stilwerk AG

40 €URO 12|06

Von Ulrich Lohrer, Joachim Althof, Jörg Lang und Stefan Rullkötter
ulrich.lohrer@finanzen.net

Mit etwas mehr Optimismus und Reformwillen kann Deutschland seine führende Position in Europa schnell zurückgewinnen", glaubt Jerry Speyer, Chef von Tishman Speyer Properties. Besondere Hoffnungen setzt der 66-jährige amerikanische Immobilienmogul dabei auf den deutschen Gewerbe- und Wohnimmobilienmarkt. Speyer ist eine Legende in der internationalen Immobilienszene. Zuletzt machte der Milliardär und Kunstmäzen aus New York mit dem größten Immobiliendeal in der US-Geschichte von sich reden. Für 5,4 Milliarden Dollar kaufte er in Manhattan 11 232 Wohnungen der Stuyvesant Town und des Peter Cooper Village.

Als Projektentwickler kennt sich Speyer aber auch in Deutschland aus: Unter seiner Regie entstanden der Messeturm in Frankfurt und das Sony-Center sowie der neue Hauptbahnhof (Lehrter Bahnhof) in Berlin. Aktuell geplant ist der Bau des OpernTurms in Frankfurt mit 44 Stockwerken. Tishman Speyer ist aber keineswegs das einzige angelsächsische Immobilienunternehmen, das hierzulande tätig ist. „Der Immobilienmarkt in Deutschland hat sich in den vergangenen vier Jahren dramatisch verändert. 2001 dominierten in Frankfurt deutsche Offene Immo-Fonds noch vollständig den Markt. Doch 2005 verkauften diese große Immobilienbestände an Opportunity Funds britischer und amerikanischer Investoren", sagt Steven Dunn, Marktforscher des Immobiliendienstleisters CB Richard Ellis in Los Angeles.

Von der Globalisierung erfasst, erwacht der deutsche Immobilienmarkt aus seinem Dornröschenschlaf. Was aus Sicht ausländischer Investoren diesen Markt so interessant macht, liefert auch eine Begründung für deutsche Privatanleger, zu investieren. Für die Anlage in deutsche Immobilien sprechen im internationalen Vergleich günstige Preise, eine Erweiterung der Anlagemöglichkeiten durch die Einführung einer neuen Anlageklasse, der deutschen Reits, und die Ausweitung des gehandelten Immobilienangebots infolge des Verkaufs großer Immobilienbestände aus Firmenbesitz sowie der öffentlichen Hand.

Privatanlegern steht eine breite Palette von Anlagen zur Wahl: Direktinvestments in eigengenutzte oder vermietete Objekte, Immobilienaktien (künftig auch Reits), aber auch Offene und Geschlossene Fonds. Jede Anlageart hat ihre Vor- und Nachteile (siehe Seite 44). Euro hat die besten indirekten Immobilienanlagen herausgefiltert (siehe Immobilienaktien Seite 42; Offene Fonds Seite 46; Geschlossene Fonds Seite 50).

Lange Jahre erschien Deutschland internationalen Immobilieninvestoren alles andere als interessant. Hohe Arbeitslosigkeit und geringes Wirtschaftswachstum sorgten für im internationalen Vergleich niedrige Mietrenditen sowie stagnierende oder gar fallende Immobilienpreise. Im Vergleich zu angelsächsischen →

ALLE FOTOS KIRSCHBAUM FÜR EURO

Immobilienaktien

Bereit zur Aufholjagd – Immobilien-AGs richten sich neu aus

Die Einführung von Reits wird die deutsche Immobilienlandschaft nachhaltig verändern. Eine eigene Vermögensklasse schafft Transparenz und ermöglicht den internationalen Vergleich. Und mit Blick auf die internationale Preisentwicklung von Liegenschaften scheinen deutsche Immobilien noch Nachholpotenzial zu haben.

Schon im Vorfeld haben deutsche Immobilienaktien an Wert gewonnen. Seit Januar 2005 konnte der vom Bankhaus Ellwanger & Geiger berechnete Index Dimax um 60 Prozent zulegen. „Immobilienaktien sind insgesamt nicht mehr günstig", sagt Ralf Dibbern, Analyst bei der Hamburger Privatbank M.M. Warburg. „Risiken für deutlich sinkende Kurse können wir allerdings auch nicht erkennen." Die anspruchsvolle Bewertung von Immobilienaktien zeigt sich deutlich beim Vergleich des Kurses mit dem sogenannten Net-Asset-Value, also dem Marktwert der Immobilien (abzüglich Schulden). Die meisten Gesellschaften weisen mittlerweile eine Prämie von mehr als zehn Prozent auf. Das heißt: Der Immobilienerwerb über die AG ist teurer als der Direktkauf. Das lässt sich nur rechtfertigen, wenn die Immobilienpreise weiter steigen.

Anleger, die darauf setzen, können über das Zertifikat UBS Deutschland Reit in zehn deutsche Immobilienaktien relativ kostengünstig investieren.

Aus diesem Korb kommt als Einzelanlage die Deutsche Wohnen in Betracht. Die Gesellschaft weist einen geringen Aufschlag zum inneren Wert auf. Wer hingegen Schnäppchen sucht, muss eher abseits der Indizes schauen. Die Kölner Wohnungsbaugesellschaft GAG beispielsweise wird deutlich unter dem inneren Wert des Portfolios gehandelt. Das liegt vor allem daran, dass Investoren mit einem Verkauf des Großaktionärs, der Stadt Köln, nicht rechnen. Ob das angesichts leerer öffentlicher Kassen für alle Ewigkeit festgeschrieben ist?

Sollte sich die Situation deutscher Immobilien weiter verbessern, bieten Firmen den besten Hebel, die sich gerade neu ausrichten. Ein Beispiel ist TAG Tegernsee Immobilien. Die Gesellschaft, die auch am Bauverein Hamburg beteiligt ist, baut mit einer gerade platzierten Kapitalerhöhung ein Immobilienportfolio auf.

Ähnlich ist der Fall bei IVG Deutschland gelagert. Die Tochter der im MDAX vertretenen IVG verkauft gerade ihre internationalen Immobilien. Die Erlöse werden in Deutschland reinvestiert. Der Börsenwert der Gesellschaft liegt nur unwesentlich über dem inneren Wert. IVG Deutschland wird der G-Reit (German Reit) von IVG werden. Da die Mutter noch 94 Prozent hält, werden dort sicher nicht die schlechtesten Immobilien untergebracht. Der Nachteil: Die Aktie ist markteng.

Das gilt auch für A.A.A. Seilwolff, deren Aktie unter dem Wert des Eigenkapitals von 19 Euro pro Aktie notiert. Die Gesellschaft besitzt ein Portfolio von Immobilien in teilweise guten Lagen .

Ebenfalls auf Neuausrichtung setzt Stilwerk. Die industriellen Geschäfte wurden verkauft, das bestehende Geschäft mit Immobilien wird ausgebaut. Bis 2010 will die Gesellschaft so den Gewinn vervielfachen. Dass die Gesellschaft dazu das Potenzial hat, zeigen jüngste Immobilientransaktionen.

Adler Real Estate, entstanden aus der Konkursmasse der Agiv, will als Projektentwickler von der guten Stimmung auf den Immobilienmärkten profitieren. Interessant ist hier der Abschlag zum inneren Wert von gut zehn Prozent.

Agrob bewirtschaftet ein Immobilienportfolio im Norden Münchens. Großaktionär ist nach der Übernahme der HVB letztlich Unicredit. Hier könnte sich ein Aktionärswechsel abzeichnen.

Ins Raritätenkabinett gehört Bastfaserkontor. Die kleine AG bewirtschaftet eine Immobilie in Berlin und verfügt dazu noch über Aktienanlagen. Der Wert der Immobilie liegt auf Höhe der aktuellen Börsennotierung, die Wertpapiere gibt's kostenlos. la

Aktien: Profiteure der Reits-Einführung

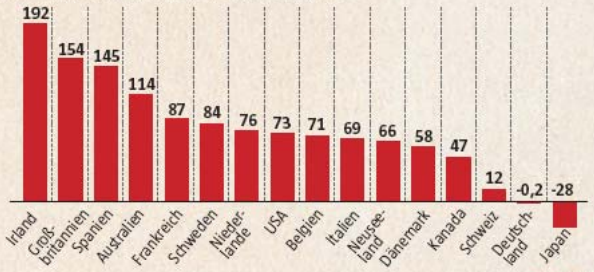
Aktie/Zertifikat	ISIN	Kurs am 01.11.06 in €	Börsenwert in Mio. €	Kommentar
A.A.A. Seilwolff	DE0007228009	13,00	49	Unterm Buchwert notiert
Adler Real Estate	DE0005008007	3,95	59	Projektentwickler unter Wert
Agrob	DE0005019004	11,30	43	Abgabebereiter Großaktionär
Bastfaserkontor	DE0005169106	1480	14	Aktien gibt's umsonst
Deutsche Wohnen	DE000A0HN5C6	50,24	1004	Anleger zahlen wenig Prämie
GAG Köln	DE0005863534	28,40	531	Bewertung unter innerem Wert
IVG Deutschland	DE0007276008	11,20	163	Aufbau von neuem Portfolio
Stilwerk	DE0006055007	5,50	55	Neuausrichtung auf G-Reit
TAG Tegernsee	DE0008303504	9,02	293	Aufbau von neuem Portfolio
UBS Deutschland Reit*	CH0026653300	105,6	–	Diversifizierte Immobilienanlage

* Zertifikat. Quelle: Bloomberg, Reuters, €uro

Anstieg der internationalen Wohnungspreise

Der deutsche Immobilienmarkt hat großes Aufholpotenzial: Außer in Japan stiegen die Preise von Wohnimmobilien in allen entwickelten Volkswirtschaften von 1997 bis 2005 stärker als hierzulande.

Entwicklung der Wohnpreise in Prozent 1997 bis 2005



Quelle: IdW Köln

→ und skandinavischen Märkten herrschte wenig Bewegung. Vergangenes Jahr führte ein Skandal bei Offenen Immobilienfonds – Korruptionsvorwürfe und krasse Anlagefehler – zu starken Verkäufen von Fondsanteilen durch Anleger. Fondsgesellschaften mussten Immobilien an ihre Mutterbanken veräußern, da sonst kein Interesse an den Objekten bestand. Im Nachhinein erwies sich der Schaden für die Anleger als gering. Aber der Skandal sorgte für mehr Transparenz und Flexibilität bei den Offenen Fonds. Heute sind sie Hauptprofiteur der Nachfrage durch ausländische Investoren.

Doch deutsche Immobilien sind auch im internationalen Vergleich attraktiver geworden, weil der internationale Anstieg der Immobilienpreise an Deutschland vorbeiging. Bei den Wohnimmobilien war der Wertzuwachs in Europa in Irland, Großbritannien und Spanien am ausgeprägtesten. Auch in den USA, Australien und Neuseeland stiegen Haus- und Wohnungspreise aufgrund niedriger Zinsen und des hohen Wirtschaftswachstums stark. Nur Deutschland und Japan verzeichneten zwischen den Jahren 1997 bis 2005 Wertverluste (siehe Chart oben). In Deutschland sind die Preise auch im Verhältnis zu den laufenden Erträgen und den Einkommen (siehe Erschwinglichkeits-Chart Seite 52) günstig. „Bemerkenswert ist, dass die Hauspreise in allen untersuchten europäischen Ländern stärker stiegen als die Wohnungsmieten – mit einer Ausnahme: Deutschland", sagt Tobias Just, Analyst bei der Deutschen Bank Research in Frankfurt.

Mittlerweile kühlt der US-Wohnungsmarkt dramatisch ab. Experten sehen Ansteckungsgefahr für andere Wohnungsmärkte – vor allem Irland und Spanien. „Der deutsche Wohnungsmarkt bleibt unter Berücksichtigung von 14 verschiedenen Faktoren aber der mit Abstand risikoärmste", beruhigt Just.

Auch bei den Gewerbeimmobilien stiegen die Preise in London, Paris und Madrid deutlich stärker als in Frankfurt und München. Die Mietrendite ist in den deutschen Bürometropolen im europäischen Vergleich nun überdurchschnittlich hoch (siehe Tabelle links).

Gefahr droht der Immobilienanlage allerdings von den steigenden Zinsen. Weil Immobilien im Wettbewerb mit festverzinslichen Anleihen und Aktien stehen, hat eine Veränderung der Rendite der Alternativinvestments →

Büromärkte: Europa-Vergleich

Stadt	Büroflächen-bestand in Mio. qm	Leerstands-rate in %	Spitzen-miete in €/qm	Spitzen-rendite* in %	Trend
Berlin	12,70	9,0	21,10	5,5	3
Brüssel	12,70	10,0	19,20	5,2	3
Frankfurt/M.	12,00	17,9	31,00	5,3	3
London	13,70	7,7	105,70	3,5	1
München	17,60	9,0	26,40	5,3	3
Paris	16,10	9,0	52,40	4,3	3
Rom	7,30	6,8	29,80	4,7	3
Stockholm	10,60	12,9	30,80	4,5	3

* Nettoanfangsrendite; Trendzeitraum: 12 Monate, Quelle: DEGI Research

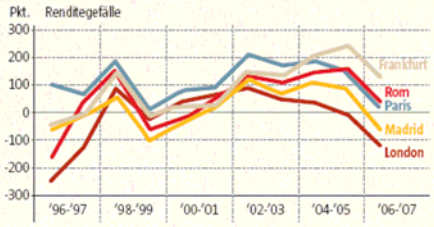
→ Auswirkungen auf die Immobilienpreise. Mit dem Anstieg des Zinsniveaus seit 2005 sind Zinspapiere gegenüber Immobilien in vielen Ländern für Investoren lukrativer geworden.

Wegen der unterschiedlichen Nettoanfangsrenditen der verschiedenen Immobilienstandorte gibt es jedoch auch Unterschiede im Renditegefälle. Diese im Englischen als Yield Gap bezeichnete Kennzahl ergibt sich aus der Nettoanfangsrendite einer Gewerbeimmobilie abzüglich der Rendite einer zehnjährigen Staatsanleihe aus der jeweiligen Region. Unter den großen europäischen Bürostandorten London, Paris, München, Frankfurt und Rom weisen seit 2004 die deutschen Bürometropolen das größte Renditegefälle aus. Allerdings sinkt der Renditevorteil der Immobilien mit dem Anstieg des Zinsniveaus in allen Standorten (siehe Chart rechts). In London und Madrid ist die Yield Gap sogar negativ: Risikofreie Staatsanleihen werfen höhere Erträge ab als die etwas riskanteren Immobilien. In den USA ist die Yield Gap zugunsten der Immobilien etwas niedriger als in Deutschland.

Der Vorsprung des Renditegefälles deutscher Immobilien könnte jedoch nächstes Jahr verloren gehen, weil für den Euro-Raum eher mit Zinserhöhungen zu rechnen ist als in den USA. Auch gehen Experten von künftig höheren Immobilienrenditen einiger wichtiger Bürohochburgen außerhalb Deutschlands aus.

Renditegefälle wichtiger Bürostandorte

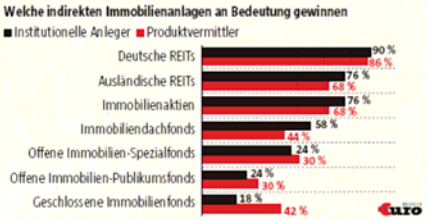
Das Renditegefälle (Mietrendite minus Anleiherendite) gibt nach, ist innerhalb Europas in Frankfurt am günstigsten.



Quelle: DEGI Research

Reits werden am stärksten zulegen

Nach Angaben institutioneller Anleger und Vermittler* werden Reits unter den Immobilienanlagen zunehmen.



* Umfrage bezogen auf kommende 12 Monate; Quelle: Forsa/DEGI Research

Vor und Nachteile der unterschiedlichen Immobilien-Anlageformen

Wohneigentum

- ↑ Lebensqualität und Mietfreiheit schon vor der Rente, Geborgenheit
- ↑ Zwang zur Spardisziplin
- ↑ Steuerfreie „Quasi-Miete"
- ↑ Zurzeit noch günstige Finanzierungskonditionen
- ↑ Zum Teil Förderung durch öffentliche Hand und KfW

- ↓ Eingeschränkte Mobilität
- ↓ Kein direkter Liquiditätsgewinn
- ↓ Laufende Instandhaltung
- ↓ Kein Kapitalverzehr
- ↓ Gefahr überhöhter Vermögenskonzentration (oft zu geringe Risikostreuung)
- ↓ Wertentwicklung zum Teil wegen ungünstiger demografischer Entwicklung unsicher
- ↓ Hohe Kaufnebenkosten (Grundbuch, Notar, Grunderwerbsteuer, Makler)

Mietwohnungen

- ↑ Regelmäßige, oft steigende Mieteinnahmen
- ↑ Bei Denkmälern: steuergünstiger Kauf
- ↑ Wegen laufender Abschreibungen teils faktisch steuerfreie Mieteinnahmen
- ↑ Kauf mit relativ geringem Eigenkapital; Hebeleffekt möglich, derzeit günstige Finanzierungskonditionen

- ↓ Oft nur mäßige Rendite mit hohem Mietausfallrisiko
- ↓ Nicht zu unterschätzender Renovierungs-, Reparatur- und Verwaltungsaufwand
- ↓ Hohe Kapitalbindung und -konzentration (meist geringe Vermögensdiversifizierung), Leerstandsrisiken
- ↓ Hohe Kaufnebenkosten (Grundbuch, Notar, Grunderwerbsteuer, Makler)

Offene Immobilienfonds

- ↑ Breit gestreute Investments in Gewerbe-, Einzelhandels-, Hotel- und Wohnimmobilien
- ↑ Einstieg schon mit kleinen Summen möglich
- ↑ Sparpläne möglich; Ausschüttungen mit geringem zu versteuerndem Anteil
- ↑ Verlustwahrscheinlichkeit gering
- ↑ Breite Risikostreuung nach Regionen, Nutzungsarten und Größe
- ↑ Börsentäglich handelbar, Immobilien als Sondervermögen geschützt

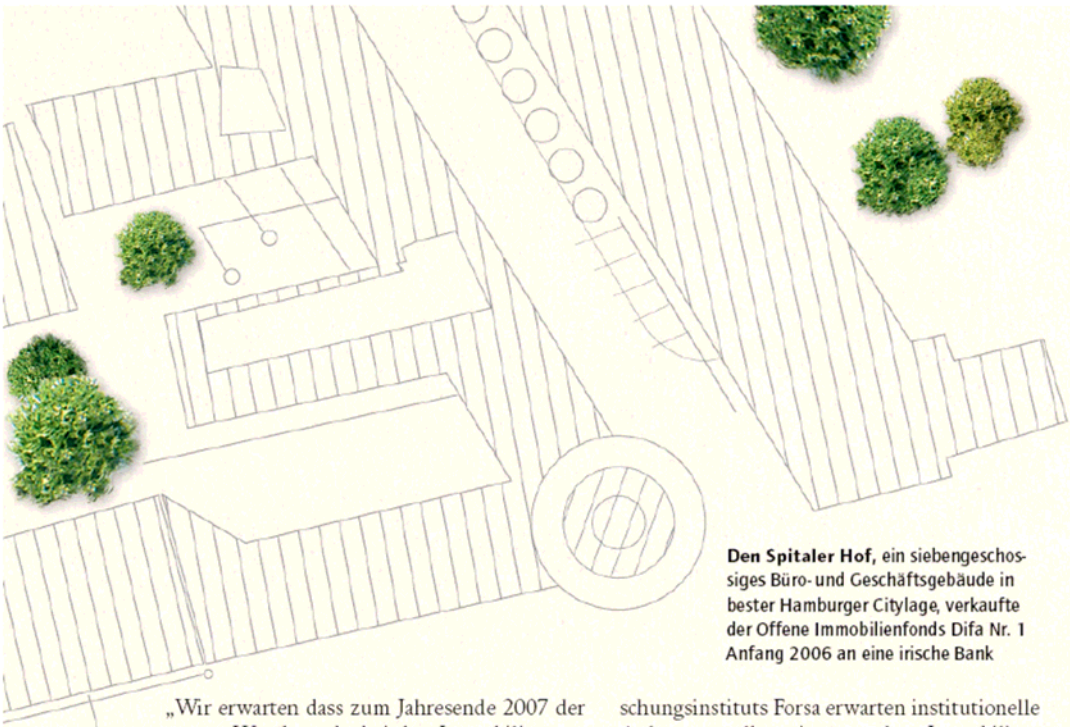
- ↓ Wertsteigerung zurzeit meist gering
- ↓ Oft nicht marktgerechte Anlagepolitik
- ↓ Schließung des Fonds möglich: angelegtes Vermögen dann unzugänglich
- ↓ Ausgabe-Aufschlag (in der Regel fünf Prozent)

Geschlossene Fonds

- ↑ Bei langfristigen Mietverträgen gute Renditechancen mit mäßigem Risiko
- ↑ Bei Auslandsfonds in der Regel steuerfreie Ausschüttungen (Freibeträge)
- ↑ Klar absehbares Investment
- ↑ Bei renommierten Initiatoren aussagekräftige Fondsprospekte

- ↓ Relativ hohe Mindestanlagesumme
- ↓ Lange Kapitalbindung (in der Regel zehn Jahre)
- ↓ Geringe Diversifikation (im Durchschnitt etwa drei Objekte pro Fonds), höheres Risiko als bei Offenen Fonds
- ↓ Investmenterfolg stark abhängig von der Qualität des Managements
- ↓ Neben Agio (fünf Prozent) hohe „weiche Kosten" (in der Regel zehn Prozent)

Quelle: In Anlehnung an „Das Investmagazin" der IVG Immobilien AG



Den Spitaler Hof, ein siebengeschossiges Büro- und Geschäftsgebäude in bester Hamburger Citylage, verkaufte der Offene Immobilienfonds Difa Nr. 1 Anfang 2006 an eine irische Bank

„Wir erwarten dass zum Jahresende 2007 der untere Wendepunkt bei den Immobilienrenditen erreicht wird. Als Vorläufer zeigen Madrid und London ein stabileres Niveau. In den US-amerikanischen Büromärkten steigen die Nettoanfangsrenditen bereits", sagt Bärbel Schomberg, Geschäftsführerin des Offenen Immobilienfonds Degi in Frankfurt.

Chancen mit Reits. Aber auch wenn der Renditevorteil deutscher Immobilien zurückgeht, wird der deutsche Immobilienstandort wegen der Erweiterung der Anlagemöglichkeiten und der gehandelten Immobilienbestände künftig attraktiver. Nach einer Umfrage des Marktforschungsinstituts Forsa erwarten institutionelle Anleger vor allem ein verstärktes Immobilien-Engagement durch Real Estate Investment Trusts – kurz Reits (siehe Grafik links). In den USA bestehen Reits seit 40 Jahren, und in Europa sind sie bereits in Frankreich, Holland, Luxemburg, Spanien und Italien zugelassen. Reits sind Immobiliengesellschaften, die – in der Regel in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft – von der Körperschafts- und Gewerbesteuer befreit sind und ihren Anlegern aus den Mieteinnahmen relativ konstante, und wegen der Steuerfreiheit auch relativ hohe Dividenden auszahlen. Die auf der Gesellschaftsebene steuerfreien Erträge unterliegen →

Immobilienaktien

- ↑ Einstieg mit geringen Summen möglich
- ↑ Gute Chancen auf Kurssteigerung
- ↑ Gefahr des Kursverfalls geringer als bei anderen Aktientypen
- ↑ Oft regelmäßige gute Dividende; Investment in bestimmte Märkte, Immobilientypen und Tätigkeiten wählbar
- ↑ Börsentäglich handelbar
- ↑ Geringe Erwerbskosten

- ↓ Stärkere Kursschwankungen als bei Fonds
- ↓ Aktienauswahl und -beobachtung nach Kauf verlangt Sachkenntnis und macht Arbeit
- ↓ Gewinnbesteuerung auf Ebene der Anleger angekündigt
- ↓ Abhängig von der Qualität des Managements

Zertifikate

- ↑ Breites Spektrum von Unternehmen, Märkten und Tätigkeiten abdeckbar
- ↑ Keine Arbeit mit der Auswahl einzelner Aktien
- ↑ Risiken geringer als beim Aktienkauf
- ↑ Kursschwankungen werden zum Teil aufgefangen
- ↑ Breite Risikostreuung
- ↑ Börsentäglich handelbar

- ↓ Immobilienaktienmärkte zum Teil noch in der Entwicklung (zum Beispiel Deutschland)
- ↓ Volumina der börsengehandelten Fonds und Zertifikate zum Teil noch klein
- ↓ Einmalige Kosten (in der Regel gering): Spread (Zertifikate, börsengehandelte Fonds) abhängig vom Volumen
- ↓ Laufende Kosten: Managementgebühr (in der Regel gering)

Offene Immobilienfonds

Wette auf die Wende

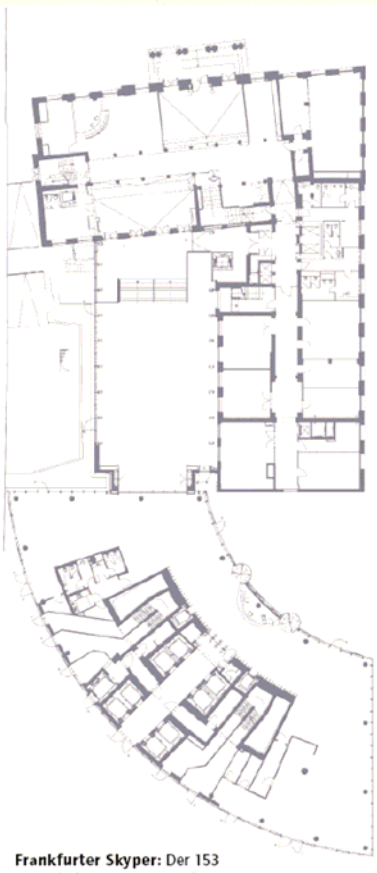
Und wenn man denkt, es geht nicht mehr ... nein, da kam für deutsche Immobilienfonds kein Lichtlein, da kam eine ganze Batterie von Flutlichtscheinwerfern zur Rettung. Noch zur Jahreswende 2005/2006 hätte sich die DB Real Estate gern die Blamage erspart, als erste Gesellschaft einen Offenen Immobilienfonds vorübergehend auf Eis zu legen. Die Eschborner Immobilientochter der Deutschen Bank konnte unwillige Anleger des Grundbesitz-Invest nicht mehr ausbezahlen. Bei anderen Fonds sprangen die Mutterbanken ein. Dresdner, HypoVereinsbank, DekaBank und die genossenschaftlichen Zentralinstitute kauften den von mieser Performance und Managementfehlern gebeutelten Anlegern für mehrere Milliarden Euro Fondsanteile ab.

Doch seit Sommer hat sich das Blatt komplett gewendet. Allein DB Real Estate hat bislang Objekte für 2,3 Milliarden Euro aus dem Grundbesitz-Invest verkauft. Der Befreiungsschlag für die Deka war die Veräußerung eines Portfolios aus 49 deutschen Immobilien an den US-Investor Oaktree für rund eine Milliarde Euro. Die CGI, die Immobilientochter der Commerzbank, meldete den Verkauf eines deutschen Immobilienportfolios aus dem Hausinvest-Europa für 526 Millionen an die US-Investmentbank Morgan Stanley. Ebenfalls an einen US-Anleger, in diesem Fall Tishman Speyer Properties, ging der größte Teil eines 850-Millionen-Euro-Pakets der Difa, der Immobilien-KAG des genossenschaftlichen Finanzverbunds. Noch nicht bestätigt ist ein weiterer Paketverkauf der DB Real Estate aller restlichen deutschen Objekte im Fonds.

„Willige Verkäufer treffen hier auf willige Käufer", konstatiert Ulf-Harald Koepke, Leiter Research bei AXA Investment Managers in Köln. Die bisherigen Besitzer wollen ihre deutschlandlastigen Portfolios bereinigen, ausländische Investoren sehen gerade da Entwicklungs-Chancen. Speziell für die Offenen Immobilienfonds ist das Kaufinteresse aus dem Ausland ein Segen. Denn bei dieser Fondsspezies gilt die Besonderheit, dass der Preis für Immobilien sich nicht täglich durch Angebot und Nachfrage ergibt, sondern durch Bewertungen staatlich vereidigter Sachverständiger. Einmal im Jahr kalkulieren die Gutachter den Wert eines Objekts. Anhaltspunkte sind Transaktionen von vergleichbaren Objekten in der Nachbarschaft und die erzielbare Miete in dieser Lage. Vorteil: Die Wertentwicklung der Fonds ist sehr schwankungsarm.

Nachteil des Sicherheitskonzepts ist, dass die Fonds wie riesige Tanker nur schwer umzusteuern sind. Zuletzt gerieten sie arg vom Kurs ab. Die Gutachter haben deutsche Objekte wegen der mauen Konjunktur in den vergangenen drei Jahren um bis zu zehn Prozent abgewertet. Dadurch sank die Fondsrendite, die aus Mieterträgen und den Objektbewertungen besteht, bis nahe null. Das Dilemma: Anleger wollten ihre täglich handelbaren Anteile zurückgeben, die Fonds müssen sich aber bei Transaktionen an die Gutachterwerte halten. Notverkäufe sind strikt verboten.

Die jüngsten Großeinkäufe ausländischer Investoren deuten an, dass der Tanker Offener Immobilienfonds die Wende geschafft hat: „Die Investoren haben ein optimistischeres Bild von der Entwicklung der Konjunktur und damit des Immobilienmarkts in Deutschland", sagt Matthias Danne, für Immobilien zuständiger Vorstand der DekaBank. Ein erstes →



Frankfurter Skyper: Der 153 Meter hohe Büroturm wurde vom Deka-Immobilienfonds gebaut. Er wechselte nach langem Leerstand zunächst an die DekaBank und im Oktober für 400 Millionen Euro an die UBS

Deutschland-Fonds: Schwere Vergangenheit, erfreuliche Zukunft

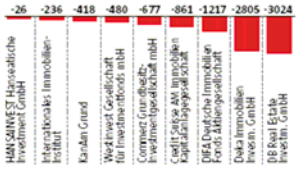
Fondsname	Fonds-gesellschaft	Fonds-volumen in Mrd. €	Immobilien-bestand in Mrd. €	Anteil deutscher Immobilien am Bestand	Abwertung deutscher Immobilien in den letzten 3 Jahren	Leerstand	Auslaufende Mietverträge bis 2009	Brutto-miet-rendite[1]	Rating Scope	Fonds-Note
Deka-Immobilienfonds	Deka	4755 [2]	4855 [2]	80,9 %	-8,1 %	14,9 %	34,9 %	6,5 [4]	BBB+	4
Difa-Fonds Nr. 1	Difa	5746 [2]	6285 [2]	75,9 %	-10,0 %	11,8 %	29,2 %	5,2	A	4
Euro ImmoProfil	iii-Investments	1596 [3]	1809 [3]	93,7 %	-8,3 %	12,4 %	36,2 %	4,8	BB+	5
Grundwert-Fonds	Degi	4918 [2]	5357 [2]	85,5 %	-6,6 %	10,6 %	25,0 %	5,3	BBB	4
Westinvest Nr 1	Westinvest	2343 [2]	2561 [2]	79,4 %	-5,2 %	6,9 %	31,5 %	6,4 [4]	BB	3

Erläuterungen: [1] Mieteinnahmen relativ zu Verkehrswert; [2] Stand: 31.03.06; [3] Stand: 30.06.06; [4] bei vollständigen Mieteinnahmen ohne Leerstand; Quelle: Finanzen FondAnalyzer FVBS, Scope, Unternehmensangaben

Aderlass für Immo-Fonds

Die Quittung für Managementfehler und miese Performance: Anleger zogen per Ende September 8,6 Milliarden Euro aus Offenen Immobilienfonds ab.

Mittelabflüsse bei Immobilienfonds-Gesellschaften
Januar bis September 2006 in Millionen Euro



Quelle: BVI

→ Resultat der gestiegenen Nachfrage ist, dass der Preisverfall an den meisten deutschen Bürostandorten gestoppt scheint. „Wir können uns vorstellen, dass die Preise erstmals nach langer Zeit sogar wieder steigen", sagt Sonja Knorr, Immobilienanalystin der Scope Analysis in Berlin.

Anleger können im Fahrwasser der internationalen Nachfrage nach deutschen Immobilien von der Trendwende profitieren. Bei der Wahl eines konkreten Fonds sollten zwei Kriterien den Ausschlag geben: Ein möglichst geringer Leerstand ist eine Absicherung, falls der Konjunktur-Boom in Deutschland doch nicht so stark ausfällt. Dann stützen hohe Mieteinnahmen die Wertentwicklung. Außerdem sollten möglichst nicht mehr als 30 Prozent der Mietverträge in den kommenden drei Jahren auslaufen. Denn diese in der Boom-Zeit Ende der 90er abgeschlossenen Kontrakte können nur mit Abschlägen weitergeführt werden. An diesen Kriterien gemessen, sehen der Westinvest Nr. 1, der Grundwert-Fonds und der Difa-Fonds Nr. 1 am besten aus.

Welche Rendite mit den Fonds möglich ist, steht ebenfalls in der Tabelle. Die Bruttomietrendite setzt die tatsächlich erhaltenen Mieten in Relation zu den von den Gutachtern festgestellten Verkehrswerten. Danach bringt die laufende Miete zwischen 4,8 und 5,3 Prozent Rendite ein – vor Steuern und Kosten. Die Sechsprozenter bei Deka und Westinvest sind nur theoretisch bei Vollvermietung zu erreichen. Rechnet man mögliche Wertsteigerungen der Objekte von ein bis 1,5 Prozent dazu, würden Fonds mit deutschen Objekten in Zukunft unterm Strich – nach Kosten – zwischen 5,5 und 6,5 Prozent pro Jahr erwirtschaften. „Das wäre bei der erwarteten geringen Volatilität für konservative Investoren eine sehr gute Anlagemöglichkeit", so AXA-Research-Leiter Koepke. Kommt der erwartete Konjunkturaufschwung, könnte es sogar etwas mehr werden.

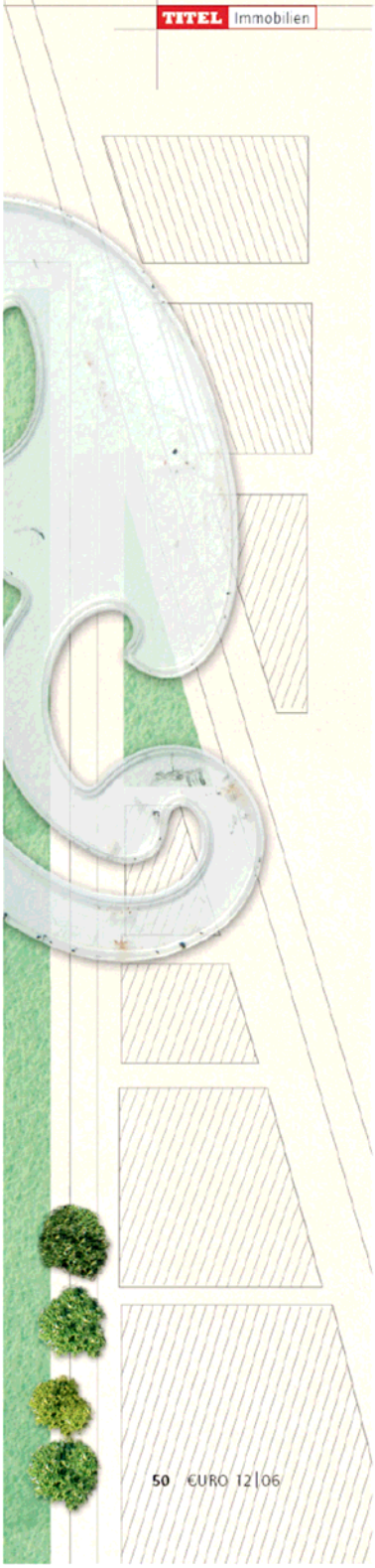
→ dann aber bei den Anlegern voll der Einkommensteuer. Im Rendite/Risiko-Verhältnis stellen die Reits eine Mischform aus Offenen Immo-Fonds und herkömmlichen börsennotierten Immobilienaktiengesellschaften dar.

Anfang November beschloss auch das Bundeskabinett die Einführung deutscher (G-) Reits zum 1. Januar 2007. Nach den Eckpunkten des Gesetzentwurfs sollen die G-Reits mindestens 90 Prozent der Mieterträge ausschütten, an einer deutschen Börse notiert sein und ihren Aktienbestand breit streuen. Allerdings haben deutsche Reits gegenüber den ausländischen Varianten einen großen Nachteil. „Im Gesetzesentwurf sind Wohnimmobilien herausgenommen", so Axel Nawrath, Staatssekretär im Bundesfinanzministerium. Zu den Wohnimmobilien zählen Gebäude, die zu mehr als 50 Prozent zu Wohnzwecken genutzt und vor dem 1. Januar 2007 erbaut werden. Die Einbeziehung von Wohnimmobilien in die G-Reits wurde vom linken Flügel der SPD-Fraktion um den Finanzpolitiker Ortwin Runde verhindert, um „Heuschrecken an der Wohnungstür" abzuwehren. In Anspielung an einen Vergleich des damaligen SPD-Chefs Franz Müntefering sind mit dem Begriff →

Wohnungsverkäufe: Große Deals in Deutschland

Datum	Verkäufer	Käufer	Einheiten	Kaufpreis in Mrd. €	Kaufpreis je Einheit in €
2007 (geplant)	**DGAG (HSH)**	noch unklar	22 000	noch unklar	noch unklar
2007 (geplant)	**THS**	noch unklar	80 000	noch unklar	noch unklar
2007 (geplant)	**Saga (Hamburg)**	noch unklar	135 000	noch unklar	noch unklar
2007 (geplant)	**LEG NRW**	noch unklar	100 000	noch unklar	noch unklar
Januar 2006	**Woba Dresden**	Fortress	47 600	1,75	36 765
November 2005	**BauBeCon**	Cerberus	53 000	1,00	18 868
Juli 2005	**NILEG**	Fortress	28 500	1,35	18 868
Mai 2005	**Viterra (E.on)**	Deutsche Annington	138 000	7,00	50 725
März 2005	**Gehag**	Oaktree	18 000	1,00	55 556
März 2005	**Peabody**	GRE Capital	6 000	k. A.	k. A.
Dezember 2004	**RWE**	Deutsche Annington	4 500	0,23	50 000
Dezember 2004	**ThyssenKrupp**	MorganStanley/Corpus	48 000	2,10	43 750
Dezember 2004	**WCM**	Blackstone	31 000	1,39	44 839
Dezember 2004	**DAL**	Babcock & Brown	13 500	k. A.	k. A.
Dezember 2004	**GBH**	Cerberus	2 400	k. A.	k. A.
Dezember 2004	**Jade**	Cerberus	8 200	k. A.	k. A.
Juli 2004	**GAFAGH**	Fortress	82 000	3,50	42 683
Mai 2004	**Land Berlin**	Cerberus/GS	65 700	2,10	31 963
Januar 2004	**Viterra (E.on)**	KGAL/Mira	27 000	0,55	20 370
September 05	**DZ Bank, HSH**	Deutsche Annington	10 000	k. A.	k. A.

k. A.: keine Angaben; Quelle: M.M. Warburg Investment Research



Geschlossene Immobilienfonds Deutschland

Wenig Qualität im Angebot

Vom Steuerspar- zum Renditemodell – wer als Anleger einem Geschlossenen Immobilienfonds beitritt, kommt nicht mehr in den Genuss der hohen Abschreibungsmöglichkeiten vergangener Jahre: Nur noch durchschnittlich 18 Prozent steuerliche Verlustzuweisungen erhielten Deutschland-Fonds-Zeichner 2005. Tendenz für dieses Jahr: weiter sinkend. Die Steuerlast ist so kaum noch reduzierbar.

Bei seriösen Fondskonzeptionen dürfen Anleger jährliche Renditen zwischen fünf und sechs Prozent erwarten. Nach Kürzung der Steuervorteile sind die Initiatoren umso mehr gezwungen, Fondsobjekte mit gutem Preis/Ertrags-Verhältnis auszuwählen. Dabei treffen sie auf starke Konkurrenz: „Mit großem Erstaunen beobachten wir, welche Preise ausländische Kapitalanleger zurzeit für Immobilien jedweder Art zahlen", sagt Norbert Böhm, Geschäftsführer von HSBC Trinkaus & Burkhardt Immobilien.

„Es besteht eine starke Kundennachfrage nach hochwertigen Objekten mit solventen Mietern und langfristigen Mietverträgen im Bereich Büros – leider gibt es so gut wie kein akzeptables Angebot", bestätigt auch Fondsgeschäftsführer Christian Harreiner vom Bankhaus Delbrück Bethmann Maffei.

Die deutsche Immobilien-Community scheint die Gunst der Stunde auch zum Verkauf von Ladenhütern nutzen zu wollen: „Wer ein gut vermietetes Bürohaus erwerben will, sollte bereit sein, ein mittelprächtiges Einkaufszentrum und eine Lagerhalle mit zu verkraften", weiß Böhm aus Verhandlungen mit potenziellen Verkäufern. War es in der Vergangenheit üblich, auf sogenannte Paketdeals Abschläge auszuhandeln, versuchen Verkäufer nun, einen Paketzuschlag in beträchtlicher Höhe durchzusetzen.

„Es drängt sich der Eindruck auf, dass Quantität ein wichtiges Entscheidungskriterium geworden ist – Hauptsache, das Transaktionsvolumen ist groß genug", sagt Böhm. „Deutsche Gewerbe- und Wohnimmobilien werden wegen der starken Auslandsnachfrage auf absehbare Zeit Verkäufermärkte bleiben", prognostiziert auch Harreiner. Es scheine, dass derzeit ein Großteil der Wachstumsfantasie, die für deutsche Immobilienfonds vorhanden ist, bei Abschluss des Kaufvertrags bereits eliminiert wird.

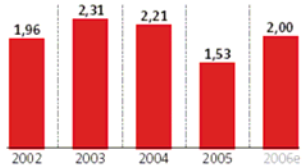
Ein renditeträchtiger Nischenmarkt sind Logistikimmobilien, bei denen Fondsinvestoren aber ein höheres Anlagerisiko als bei langfristig vermieteten Büroobjekten in Kauf nehmen müssen.

Marktführer DCM glaubt, eine andere Marktlücke gefunden zu haben, und offeriert mit dem Zukunftswerte-Fonds eine Beteiligung, die in deutschlandweit 18 Pflegeimmobilien investiert. Verkaufsargument: Die Zahl der Pflegeheimbewohner werde von heute 640 000 auf 950 000 im Jahr 2020 steigen. Die Bundesregierung könnte aber künftig Pflegeversicherungsleistungen in Heimen kürzen, dafür ambulante Pflege stärker fördern – und so auch die Pflegeheimbetreiber als Mieter der Fondsobjekte in wirtschaftliche Schwierigkeiten bringen.

Deutschland-Fonds gefragt

Geschlossene Immobilienfonds werden dieses Jahr mehr Geld bei Anlegern einsammeln als im Vorjahr. Gründe sind starke Bankenvertriebe und neue Anbieter.

Eingesammelte Anlegergelder in Mrd. Euro



Quelle: Marktanalyse der Beteiligungsmodelle, €uro

Geschlossene Immobilienfonds: Aktuelle Beteiligungen

Initiator	Fonds[1]	Fonds-immobilien (Nutzungsarten)	Mindest-beteiligung	Trans-parenz-(DA)[3]	Prognose sicherheit (Scope)[4]	Internet www.
DCM	Nr. 24 Zukunftswerte[2]	Pflegeheime	10 000 €	ausgesetzt[5]	–	dcm-ag.de
H.F.S.	Deutschland 10	Büro, Einzelhdl.	10 000 €	vollständ. (TE)[6]	BBB	hfs.de
H.F.S.	Zweitmarktfonds Dtl.	Gewerbe	5000 €	vollständ. (TE)[6]	–	hfs.de
HGA Capital	Cityfonds Hannover	Shoppingcent.	10 000 €	n.durchführb.[5]	BBB	hga-capital.de
LHI	TechnologiePark Köln	Gewerbe	10 000 €	teilweise	BBB+	lhi.de
Lloyd Fonds	Immo-Portfolio Köln	Büro-Immos	15 000 €	vollständ. (TE)[6]	A-	lloydfonds.de
SAB	Harburger Care Cent.	Pflegeheim	10 000 €	vollständ. (TE)[6]	A-	sab-ag.de
Sachsenfonds	Deutschland II	Bürokomplex	15 000 €	vollständ. (TE)[6]	BBB	sachsenfonds.de

[1] Auswahl, weitere Zeichnungsangebote siehe www.efonds24.de; [2] Exklusivvertrieb: Deutsche Bank; [3] Direkter Anlegerschutz DA bewertet Transparenz von Verkaufsprospekt und Leistungsbilanz (vollständig, teilweise, nicht durchführbar; Stand: 6.11. 2006); [4] Scope bewertet die Prognosesicherheit der Prospektangaben (sehr hoch/AA, hoch/A, erhöht/BBB, leicht erhöht/BB, überdurchschnittlich/B, durchschnittl./C); [5] WP-Gutachten unvollständig; [6] TE bedeutet Teilergebnis. Quellen: Unternehmen

→ angelsächsische Investoren gemeint, die Wohnungen als Spekulationsobjekt erwerben und drastische Mieterhöhungen durchsetzen würden.

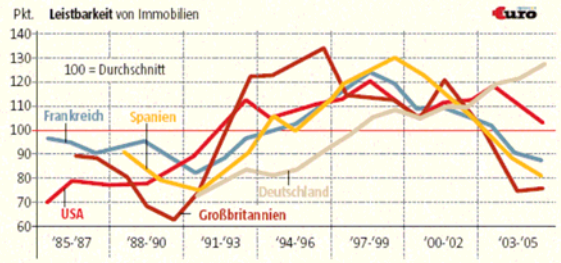
Tatsächlich hatten in den vergangenen zwei Jahren große deutsche Firmen (E.on, RWE, ThyssenKrupp) und die öffentliche Hand (Land Berlin, Bundesanstalt für Arbeit, Bundesbahn) große Wohnungsbestände an angelsächsische Investoren wie Fortress, Cerberus oder Deutsche Annington verkauft (siehe Tabelle S. 48). Während sich die Firmen damit stärker auf ihr Kerngeschäft konzentrieren wollen, möchten Kommunen und Länder ihre Schulden nach dem Vorbild Dresdens senken: Durch den Verkauf von 47 600 Wohnungen der Woba Dresden an Fortress wurde die Stadt über Nacht schuldenfrei.

Verkaufswillige Kommunen. Nach einer Umfrage der Beratungsgesellschaft PricewaterhouseCoopers (PWC) unter 204 Kommunen erscheinen die Befürchtungen wegen eines mieterfeindlichen Ausverkaufs kommunaler Wohnungsbestände aber übertrieben. So gaben vier von fünf der befragten Städte an, dass sie in den vergangenen fünf Jahren ihren Wohnungsbestand nicht reduziert haben. Allerdings plant dies in Zukunft jede zweite Kommune. Konkrete Verhandlungen führt zum Beispiel die Stadt Freiburg und im großen Umfang auch das Bundesland Nordrhein-Westfalen. „54 Prozent der Gemeinden, die Wohnungen verkauften, gaben als Grund dafür an, dass sie die notwendigen Sanierungen nicht selbst durchführen konnten oder wollten", erläutert Helmut Trappmann von PWC in Berlin. Allerdings wollen sich nur wenige Kommunen mit dem frei werdenden Kapital mehr ihren eigentlichen Aufgaben widmen. „Nur einige süddeutsche Kommunen gaben an, sich dann stärker um Stadterneuerung und Infrastruktur für Schulen und Kindergärten kümmern zu wollen", so Trappmann. Vieles spreche dafür, dass die Kommunen die sozialen Aufgaben, mit denen sie den Wohnungsbesitz begründen, nicht erfüllen. „Obwohl kommunale Wohnungen im Schnitt 17 Prozent unter der Vergleichsmiete liegen, ist deren durchschnittlicher Leerstand mit sechs Prozent deutlich höher als die marktüblichen zwei bis drei Prozent. Als Hauptgrund wurde die unzureichende Wohnqualität angegeben", sagt Trappmann. Auch werden kommunale Wohnungen nicht per se günstiger vermietet. „Bei 43 Prozent entspricht das Mietniveau den Mieten vergleichbarer Wohnungen auf dem freien Markt."

Die erforderlichen Investitionen werden daher Direktkäufer und ausländische Wohnungs-Reits durchführen. Jerry Speyer ist sich allerdings sicher, dass Deutschland früher oder später auch Wohnungs-Reits bekommen wird: „Das Land kann es sich einfach nicht erlauben, alte Modelle auf dem Weltmarkt anzubieten." EUR

Erschwinglichkeit von Wohnimmobilien in Europa

Der Erschwinglichkeitsindex* zeigt an, wie viele Wohneinheiten sich die Bürger leisten können. Weil die Hauspreise in Deutschland – im Gegensatz zu Großbritannien – nicht gestiegen sind, sind Häuser dort günstiger geworden.



* (Einkommen-Zinsbelastung)/Hauspreise pro Quadratmeter; Quelle: Berechnungen der Banque de France

1. Preis geteilt - Private Equity und M&A

Walther Becker
„Schöne neue Übernahmewelt“
Börsen-Zeitung vom 16. Februar 2007

Schöne neue Übernahmewelt

VON WALTHER BECKER

Erpressung! Übernahmen börsennotierter Gesellschaften sind in Deutschland nicht mehr möglich! Hedgefonds verhindern Transaktionen! Ein Aufschrei des Entsetzens folgte dem Scheitern der Beteiligungsgesellschaften bei Techem. Der Fall schlägt Wellen. Wird der deutsche Markt zur alleinigen Spielwiese von hartgesottenen Zockern? Haben Finanzinvestoren, die ein gelistetes Unternehmen erwerben und von der Börse nehmen wollen, keine Chance mehr? Sind die Aktionäre die Gelackmeierten, weil ihnen saftige Übernahmeprämien entgehen?

Zu dieser Einschätzung könnte kommen, wer den Kampf um Techem verfolgt hat. Doch der Schein trügt. Im Gegenteil, die M&A-Palette wird bunter, es geht um mehr Spielarten. Zu „feindlichen“ Übernahmeversuchen treten konkurrierende Angebote von strategischen Interessenten und rivalisierende Offerten von Finanzinvestoren. „Weiße Ritter“ sind als Helfer in der Not gefragt. So ist nach dem Ringen um Techem ein Kampf um den Windanlagenhersteller Repower entbrannt, um den zwei strategische Investoren rangeln. Diese Öffnung des Marktes begann mit der Attacke von Merck auf Schering und wurde mit dem missglückten Angriff von MAN auf Scania fortgesetzt. Übernahmeversuche gegen den Willen des Managements einer Zielgesellschaft sind hoffähig.

Deutschland ist somit angekommen in der neuen Übernahmewelt. Der britische Schriftsteller Aldous Huxley beschreibt in seinem berühmten Roman „Brave New World“ eine Gesellschaft, in der „Stabilität, Frieden und Freiheit“ durch Konditionierung des Einzelnen, das Fehlen von tieferen Gefühlen und die Beschränkung von Religion und Kultur gewährleistet werden sollen. In der Unternehmenswelt kommt es heute allein auf die Investoren an, die den Markt konditionieren. Dass Buyout-Manager und Hedgefonds mit ihren prall gefüllten Taschen Deutschland zu einem Kernmarkt auserkoren haben wird in Vorstandsetagen vielfach noch zu wenig beachtet. Doch der Druck nimmt zu.

Dabei schauen sie keinesfalls allein auf Blue Chips – auch Nebenwerte wie Balda, Cewe Color, Hochtief oder IWKA rücken ins Fadenkreuz. Und das sind nur die schlagzeilenträchtigen Fälle. Denn es ist nur eine Frage der Zeit, bis Finanzinvestoren einen Dax-Konzern oder ein MDax-Schwergewicht übernehmen. Sämtliche Werte sind abgeklopft, bei einer Hand voll großen Adressen soll in den vergangenen anderthalb Jahren schon sehr fortgeschritten verhandelt worden sein. Viele Vorstände sind noch unsicher, wie sie sich bei solchen Offerten verhalten sollen. Schließlich stimmen die Interessen der Stakeholder nicht immer mit denen der Shareholder überein. Im Gegenteil.

Nun lautet das verbreitete Credo, dass ein hoher Kurs der beste Schutz vor einer Übernahme ist. Finanzinvestoren mit ihren Fonds in zweistelliger Milliardenhöhe „ticken“ anders. Sie schauen weniger auf die Multiplikatoren von heute als auf die Möglichkeiten, die sich mit einem Unternehmen mit einer anderen Kapitalstruktur bei eventuell neu gefasstem Portfolio realisieren lassen. Was lässt sich mit dem freien Cash-flow machen? Insoweit wird jedes Unternehmen auf Margenpotenzial und künftige Ausschüttungen abgeklopft. Eine solche radikale Ausrichtung kann auch den traditionellen Anlegern nutzen und frischen Wind in die Unternehmensstrategie bringen. Unter dem Druck der Investoren steckt Siemens in der Portfolio-Neuordnung und ist für Daimler die Abspaltung von Chrysler kein Tabu mehr.

Für Unternehmenslenker kommt es mehr denn je darauf an, eine in dieser Richtung überzeugende „Equity Story“ erzählen zu können. Sie müsssen mit neuen Ideen die Investoren überzeugen, die mit einem ganz anderen Ansatz auf die Strategie und das Investment schauen, als sie es tun. Doch worin bestehen die neuen Bewertungsparameter? Im Prinzip geht es um nichts anderes als Schulden. Es ist eine Binsenweisheit, dass Fremdkapital billiger ist. Umso mehr fällt ins Gewicht, dass Fremdkapital in der aktuellen Phase ganz außerordentlich günstig ist mit Spreads auf Rekordtiefs und historisch niedrigen Langfristzinsen. In der Vergangenheit haben deutsche Unternehmen die Bilanzbereinigung übertrieben. Unter Sanierung wurde primär eine niedrige Fremdkapitalquote verstanden. Das ermöglicht heute ein hohes Verschuldungspotenzial.

In diese Richtung zielen Finanzinvestoren – seien es Hedgefonds, die in liquide Werte gehen und auf Aktienrückkäufe setzen, oder Private-Equity-Häuser, die Unternehmen von der Börse nehmen und mit Schulden aufladen. Diese Methoden sind ebenso wenig verwerflich, wie Schulden per se schlecht sind. Unternehmen, die sich in der Finanzierungsstruktur dem Kapitalmarkt gefügig zeigen, haben die Chance, bei Bedarf die Anleger auch wieder via Kapitalerhöhungen anzuzapfen beziehungsweise an die Börse zurückzukehren.

Doch zunächst entwickelt sich das wieder modische Spiel mit dem Schuldenhebeln in der neuen Übernahmewelt zum Spiel mit dem Feuer. Finanzierende Banken sorgen insofern heute für ihre „Non Performing Loans“ von morgen. Investmentbanker gehen schon davon aus, dass sie sich in absehbarer Zeit vornehmlich um Restrukturierungen kümmern werden. Die Finanzinvestoren bringen ihre Schäfchen ins Trockene: Sie legen fleißig Fonds für solche Ziele auf. **(Börsen-Zeitung, 16.2.2007)**

1. Preis geteilt - Private Equity und M&A

Markus Dentz
„Helmut, der Starrkopf“
Finance, April 2007

HP PELZER

Helmut, der Starrkopf

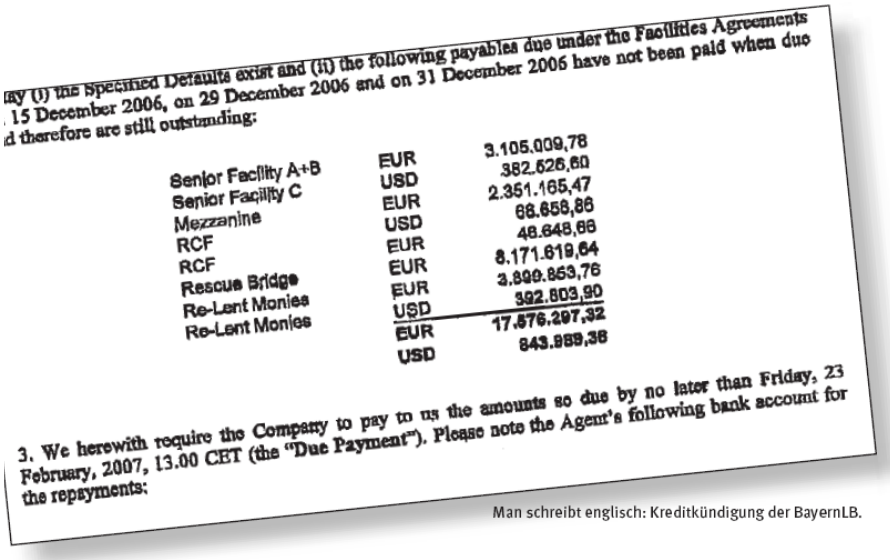
Unter seltsamen Umständen wurde nun der Autozulieferer HP Pelzer übernommen

Was passiert, wenn ein als notorisch unzuverlässig geltender Unternehmer an eine Handvoll aggressiver Hedgefonds gerät? Das zeigt die jüngste Übernahme von HP Pelzer. Die Geschehnisse der letzten zwölf Monate werfen viele Fragen auf.

Von Markus Dentz

Die Öffentlichkeit hatte den Schuldigen schnell gefunden. Helmut Pelzer, 66, Gründer der HP-Pelzer-Gruppe und Selfmade-Man, liefert unbedarften Beobachtern mehr Gründe als genug, in ihm den Sündenbock zu sehen. Seit Jahren schon ringt der Unternehmensgründer mit seinen Banken. Und hat dabei nicht immer die beste Figur gemacht. Der von Vertrauten manchmal als genial, manchmal als wirr, meistens aber als chaotisch beschriebene Geschäftsführer mit besten Kontakten in die Automobilindustrie schaffte es in der Vergangenheit, seine Gläubiger so lange hinzuhalten, bis sie entnervt aufgaben. Pelzer trieb sogar seine eigenen Mitarbeiter an den Rand des Wahnsinns. Wie sein Vornamensvetter und Altkanzler Kohl saß er entweder Probleme so lange aus, bis die Kollegen klein beigaben. Oder er gab sich so unkonventionell, dass man ihm wahlweise alles oder nichts mehr zutraute. Eine Spielernatur. Da passt es nur ins Bild, dass Helmut Pelzer persönlich einen ehemaligen VW-Einkäufer geschmiert haben soll, wie die Zeitschrift Focus im letzten Jahr berichtete.

Doch was sich in den letzten zwölf Monaten in seinem Unternehmen zugetragen hat, wirft viele Fragen auf. Mit deren Beantwortung tun sich selbst Insider schwer. Vor allem werfen die Ereignisse der vergangenen Wochen und Monate einen Schatten auf die Gläubiger, zu denen die renommierte Investmentbank Goldman Sachs, die BayernLB und Hedgefonds wie Silver Point gehören.



ay (i) the Specified Defaults exist and (ii) the following payables due under the Facilities Agreements
15 December 2006, on 29 December 2006 and on 31 December 2006 have not been paid when due
d therefore are still outstanding:

Senior Facility A+B	EUR	3.105.009,78
Senior Facility C	USD	382.626,60
Mezzanine	EUR	2.351.165,47
RCF	USD	68.658,86
RCF	EUR	48.648,66
Rescue Bridge	EUR	8.171.619,64
Re-Lent Monies	EUR	3.899.853,76
Re-Lent Monies	USD	392.603,90
	EUR	17.576.297,32
	USD	843.989,36

3. We herewith require the Company to pay to us the amounts so due by no later than Friday, 23 February, 2007, 13.00 CET (the "Due Payment"). Please note the Agent's following bank account for the repayments:

Man schreibt englisch: Kreditkündigung der BayernLB.

Im Visier der Hedgefonds

Rückblende in einen Tag im November 2005: Der Anbieter von Akustiksystemen schloss einen Konsortialkredit über 200 Millionen Euro mit Goldman Sachs als Mandated Lead Arranger (MLA) und der BayernLB als Agent ab. Die Kapitalstruktur unterteilte sich in einen 150-Millionen-Euro-Senior-Kredit und 50 Millionen Euro Mezzanine. Einfach waren die sich über Monate hinziehenden Verhandlungen nicht gewesen. Der Kreditvertrag erstreckt sich über viele Jurisdiktionen, da das Unternehmen in Märkten wie Spanien, Korea, USA, Großbritannien und Mexiko tätig ist. Das gab den Anwälten einige knifflige Aufgaben auf.

An diesem trüben Tag im November herrschte Hochstimmung in der Wittener Unternehmenszentrale. Das Pelzer-Management, zu dem neben Pelzer selbst auch die Restrukturierungsverantwortlichen Dr. Gerhard Osenberg und Dieter Löwe gehörten, glaubte nach drei Jahren Restrukturierung den lang ersehnten Befreiungsschlag geschafft zu haben. Die Manager hatten nach einer schweren Krise im Jahr 2001 den Turnaround eingeleitet. Doch seit die Hausbank ING/BHF im Jahr 2004 einen 50-Millionen-Euro-Kredit an Lone Star verkauft hatte, war das Unternehmen zu einem begehrten Spekulationsobjekt der Londoner Hedgefondsszene geworden. Die hatte sich in dieser Zeit geradezu auf die deutschen Automobilzulieferer eingeschossen. Laut einer Studie von Houlihan Lokey Howard &

Zukin und Debtwire sahen sie die deutsche Automobilzulieferindustrie damals als ihr „Prime Target" an. Was in Witten keiner ahnte: Eben jene Hedgefonds kamen bei der Syndizierung durch Goldman Sachs wieder zum Zuge. Silver Point, Cheyne Capital und Trafalgar stiegen ein.

Covenant-Brüche bringen den Anfang

Wenig später von Sektlaune keine Spur mehr: Die US-Organisation des Zulieferers lieferte im Dezember unerwartet schlechte Zahlen ab – die beiden US-Produktionschefs hatten anderes versprochen. Das werteten die Gläubiger als ersten Covenant-Bruch. Der Akustik-Anbieter, der gerade dabei war, Berichtswesen und Organisation an die neuen Gegebenheiten anzupassen, lieferte dann sein Budget aufgrund der US-Zahlen auch noch später ab als erwartet – der zweite Covenant-Bruch. Alles geschah noch im Jahr 2005. Rechtlich gültig sollte der Vertrag jedoch erst ab dem 1. Januar 2006 sein. Dennoch fackelte Goldman Sachs, offensichtlich heftig unter Druck der engagierten Hedgefonds, nicht lange. Sie feuerten den alten Finanzgeschäftsführer und installierten ihren eigenen Mann: Kay Michel, Consultant von Alvarez & Marsal, einer Beratungsgesellschaft, die Goldman auch schon bei der Drogeriekette Ihr Platz und dem Folienhersteller Treofan ins Spiel gebracht hatte.

Bei personellen Maßnahmen sollte es nicht bleiben. Im Frühjahr 2006 froren die erzürnten Gläubiger mit Verweis auf die Covenant-Brüche den größten Teil der europäischen Kontokorrentkreditlinie ein. Der künstlich erzeugte Liquiditätsengpass konnte nur mit einem hochverzinsten Überbrückungskredit aufgefangen werden – der wieder aus dem Bankenkonsortium stammte. Mit einer Bedingung: Die Gesellschafter, Helmut Pelzer und der Treuhänder MBB, mussten den Verkaufsprozess einleiten und bis Dezember 2006 abschließen. Die seltsame Alternative, falls der Verkauf scheitern sollte: „75 Prozent der Anteile für 1 Euro an Goldman", hieß es aus Bankenkreisen.

Fragen und wenige Antworten

Wie kann es angehen, dass die Gläubiger nur wenige Monate nach dem Abschluss einer komplexen Kredittransaktion einen Eigentümer derart unter Druck setzen, dass er sein Unternehmen verkaufen muss? In aller Regel einigen sich Schuldner und Kreditgeber auf einen Kompromiss, wenn Ergebnisse unter Plan liegen. Sie erwarten dann vom Management ein passendes Maßnahmenpaket. Doch dazu kam es gar nicht erst: Selten wurde ein Unternehmer so fix gezwungen, seinen selbst aufgebauten Konzern zu verkaufen.

Aus involvierten Kreisen verlautete, dass das Vertrauen in den als notorisch unzuverlässig geltenden Helmut Pelzer völlig zerrüttet war. Deswegen habe man hart durchgreifen müssen. Bleibt

Von 2001 bis 2007: Achterbahnfahrt bei Pelzer

2001 – Schwere Liquiditätskrise: Nachdem wichtige Kunden wie Rover und Daewoo kriseln, steht der Zulieferer vor dem Aus. Dem Firmengründer Helmut Pelzer seien die Geschäfte über den Kopf gewachsen, nachdem der Konzern in den Neunzigerjahren stark internationalisiert und sich hoch verschuldet hatte, sagen informierte Kreise.

2002 – Erster Verkauf scheitert: Deutsche Banken leiten einen Verkaufsprozess mit einem strategischen Investor ein, der von Helmut Pelzer aber blockiert wird. Pelzer schießt aus eigener Schatulle Geld nach, die Mehrheit der Stimmrechte verliert er an den Treuhänder MBB aus Düsseldorf.

2003 – Phase der Erholung: Das Unternehmen erholt sich mit neuem Management und unter Begleitung von Roland Berger. Durch harte Restrukturierungen und Schließung eines Werks wird wieder ein Jahresüberschuss erwirtschaftet. Die Verkaufspläne sind erstmal wieder vom Tisch. Goldman Sachs steigt durch den Kauf eines Kleinkredits von 1 Millionen Euro.

2004 – Weitere Kreditverkäufe: Die wichtige Hausbank ING/BHF trennt sich Anfang 2004 von einem 50-Millionen-Euro-Kredit knapp unter par. Eine vom Management bevorzugte Eigenkapitalstärkung wird vom Gesellschafter abgelehnt. Die Schulden gehen auf Reisen, von Lone Star zur Deutschen Bank in London und anderen Investoren. Doch die Strategie der Schuldenkäufer, die hinter dem Rücken des Managements versuchen, die Mehrheit der Kredite zu erwerben, bleibt undurchsichtig. Derweil steigert das Unternehmen sein Ergebnis weiter.

2005 – Refinanzierung: Das Management bemüht sich um eine Umschuldung und spricht mit allen wichtigen Instituten in Deutschland. Verschiedene Angebote liegen vor. Nach vielen Monaten wird im November ein Konsortialkredit mit Goldman Sachs und der BayernLB über 200 Millionen Euro arrangiert. Hedgefonds wie Silver Point, Trafalgar und Cheyne Capital steigen in der Syndizierung ein.

2006 – Wieder Verkauf eingeleitet: Nur wenige Wochen nach Abschluss werfen die Gläubiger dem Management Covenant-Brüche vor: Die US-Tochter liege unter Plan, und Informationen seien zu spät geliefert worden. Gründer Helmut Pelzer wird im Frühjahr dazu gedrängt, sein Unternehmen zu verkaufen. Die Ziele des Treuhänders MBB bleiben unklar. Im Juli wird das Auktionsverfahren eingeleitet, das im Dezember mit dem Verkauf an die MVB AG endet.

2007 – Verlust des Unternehmens: Es stellt sich heraus, dass der Verkauf an MVB rechtlich nicht abgeschlossen ist. Nachdem Helmut Pelzer verschiedene Ultimaten verstreichen lässt, stellt die BayernLB Kredite über 18 Millionen Euro fällig. Die Insolvenz droht. Vorläufiges Ende: Auf massiven Druck hin wird das Unternehmen an eine Objektgesellschaft verkauft, hinter der Insolvenzexperte Horst Piepenburg steht. Das Management übernehmen Berater von Alvarez & Marsal.

Foto: iStock

nur die Frage, warum es sich die Banken überhaupt noch antun, mit solch einem eigenwilligen Partner Geschäfte zu machen? Goldman hatte schon Jahre zuvor einen Kredit übernommen und hätte seinen Pappenheimer kennen können.

Eine Antwort kommt aus Frankfurter Finanzkreisen: Die Hedgefonds hätten es von vorneherein auf das als sehr attraktiv geltende, im Kern nach der Restrukturierung wieder gesunde Automobilunternehmen abgesehen gehabt. Die Order an ihre Berater und Anwälte lautete: So hart durchgreifen wie nur irgend möglich. Über die Fremdkapitalseite konnten sie einen sehr günstigen Einstieg in das Unternehmen erhalten, an dessen Eigenkapital die horrenden Gebühren, die HP Pelzer an Berater wie Michel im Jahr 2006 zu zahlen hatte, zu nagen begannen.

Im vergangenen Juli gab Helmut Pelzer dem Druck der Gläubiger schließlich nach und leitete einen Verkaufsprozess ein. Lazard bekam das Mandat, einen Käufer zu finden. In der Folge standen strategische und Private-Equity-Investoren Schlange: Strategic Value Partners, CMP, EQT, Doughty Hanson, Nordwind und Triton. Alle sollen Interesse angemeldet haben. Bis zuletzt schien auch der amerikanische Pleitenkönig Wilbur Ross gut im Rennen. Hätte gut gepasst, denn der hatte zuvor bereits den insolventen US-Wettbewerber Collins & Aikman übernommen.

MVB taucht auf

Wie Deus ex Machina im griechischen Drama tauchte dann aber die mittelständische Beteiligungsgesellschaft MVB AG auf. Die Sauerländer haben sich in der Vergangenheit hauptsächlich auf mittelständische Pharmaunternehmen spezialisiert. Merkwürdig für viele Betrachter, denn weitaus renommiertere Häuser waren nicht zum Zuge gekommen. Die Spekulationen reichten von „steckt mit Helmut Pelzer unter einer Decke“ bis zu „da stecken Hedgefonds dahinter“.

Zumindest bejubelten alle Beteiligten den Verkauf in einer Pressemitteilung. „Wir freuen uns, mit der MVB AG einen Partner gefunden zu haben, der uns in der nächsten Phase unserer Unternehmensentwicklung unterstützen wird“, ließ sich Helmut Pelzer zitieren. „Die Gesellschaft ist an langfristigen Beteiligungen interessiert und setzt auf deren Erfolg. Wir sind überzeugt, diesen gemeinsam mit unserem neuen Investor auch in Zukunft zu haben.“ Die Krise schien ausgestanden, und die MVB schickte im letzten Dezember mit Rolf Kusebauch (CEO) und Norbert Schwella (CFO) gleich zwei neue Geschäftsführer in das Unternehmen. Was geflissentlich nicht erwähnt und zunächst von den Gläubigern nicht kommentiert wurde: Auch die Banken sollten 25 Prozent am Unternehmen erhalten, quasi als Kompensation für den Überbrückungskredit.

Doch die Ruhe war die vor dem Sturm, denn in Helmut Pelzer gärte es offenbar. Nach der grundsätzlichen Einigung in einem Letter of Intent (LOI) wollte und wollte der störrische Unternehmer einfach nicht den Verkaufsvertrag unterzeichen. Wieder einmal schaffte es der Eigentümer, wie auch in

Jahren der Krise, sämtliche Banken hinzuhalten – nur waren es jetzt mit Goldman Sachs und Lazard zwei internationale Schwergewichte. Vor allem Letztere fürchteten um ihren Ruf als M&A-Berater, heißt es in Frankfurter Kreisen. So forderte die BayernLB Pelzer immer wieder auf, doch den Verkaufsvertrag endlich zu unterzeichnen. Doch Pelzer blockte weiter ab.

Da griffen die Gläubiger zur Ultima Ratio: Die BayernLB stellte Kredite und angesammelte Zinsen über rund 18 Millionen Euro fällig. Die Begründungen aus dem Dokument, das FINANCE vorliegt: Der M&A-Prozess sei nicht abgeschlossen, fällige Zahlungen nicht erfolgt und die nötige Kapitalinjektion nicht getätigt (s. Seite 28). Doch die Gläubiger hatten ein großes Problem: Ein in Auftrag gegebenes Gutachten soll erbracht haben, dass sie bei einer Pleite jede Menge Geld verlieren würden. Ein Grund dafür könnte lauten: faktische Geschäftsführung.

Der von der BayernLB gesetzte Termin verstrich, nichts passierte. Und Pelzer pokerte weiter. „Wir wurden mit zusätzlichen Forderungen von Seiten der Familie Pelzer konfrontiert“, meldete Otto Prange, Mehrheitsgesellschafter der MVB nach einem letztem Gespräch, das desaströs abgelaufen sein muss. „Wir halten es für sehr bedauerlich, dass wir zwölf Wochen nach den einvernehmlichen Unterschriften aller Parteien im Dezember jetzt vor einem Scherbenhaufen stehen.“ Danach setzte Pelzer die eingesetzten Geschäftsführer Kusebauch und Schwella einfach ab.

Nun hatte der Starrkopf wohl überdreht. Kurz darauf wurde bekannt, dass die Gesellschaftsanteile an eine unabhängige Gesellschaft übertragen wurden. Dem Unternehmensgründer soll ein Angebot einer internationalen Bank vorgelegen haben. Trotzdem verkaufte Pelzer an eine Zweckgesellschaft und trat zudem mit sofortiger Wirkung als Geschäftsführer zurück. Seine Position übernimmt ein alter Bekannter: Kay Michel von Alvarez & Marsal. Auf Nachfrage von FINANCE wird als Leiter der neuen Zweckgesellschaft Horst Piepenburg angegeben, ein Sanierungsexperte, der auch schon bei Babcock Borsig und Ihr Platz Dienste leistete. Übrigens: Er soll auch das für Goldman kritische Insolvenzgutachten zu HP Pelzer verfasst haben.

Wie nach dieser Zwischenlösung wohl die endgültige aussieht? Das werden die nächsten Wochen zeigen. Es hängt auch davon ab, wer hinter der treuhänderisch geführten Objektgesellschaft steht. Indizien sprechen dafür, dass die Gläubiger großen Einfluss haben. Wenn sie tatsächlich nicht mehr wollen, als eine ordnungsgemäße Bedienung ihrer Kredite, können sie jetzt eine stabile Lösung suchen. Vielleicht wollen sie entgegen allen Beteuerungen jedoch mehr – nämlich Anteile.

markus.dentz@finance-magazin.de

3. Preis - Private Equity und M&A

Andreas Uhde
„Tiger auf dem Sprung“
Venture Capital Magazin, Dezember 2006

Titelthema

Tiger auf dem Sprung

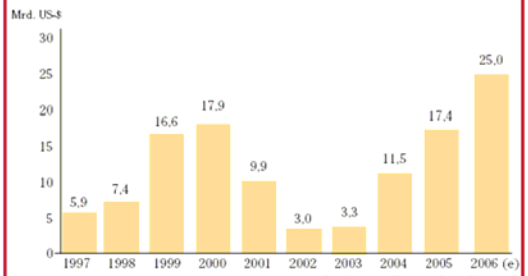
Asien: Eldorado für Private Equity?

Unternehmen im Umbruch, Wirtschaftswachstum von 10% und mehr, zunehmend liberalisierte Kapitalmärkte und ein riesiger Binnenmarkt. Asien lockt mit vielen Reizen – und die Private Equity-Industrie lässt sich nicht länger bitten: Mit erwarteten 25 Mrd. Euro erreicht das Fundraising auf dem bevölkerungsreichsten Kontinent der Erde in diesem Jahr ein neues Rekordhoch. Und vieles ist gar nicht so anders als in Europa, beispielsweise die Finanzierungslücke für Transaktionen zwischen 250.000 und 500.000 USD, für die es staatlicher Unterstützung bedarf. Doch die speziellen Risiken des asiatischen Beteiligungsgeschäfts werden gern übersehen – und häufig erst deutlich, wenn die Entwicklung eines Portfoliounternehmens nicht erwartungsgemäß verläuft.

Gewaltige Dimension

Die Europäische Union (EU) passt rund dreimal in die Fläche von China und Indien, die Bevölkerungszahl der beiden asiatischen Länder ist gut fünfmal so hoch wie die aller EU-Staaten. Die Wachstumsraten der mit Ausnahme Japans größten Volkswirtschaften in Asien liegen seit Anfang des Jahrtausends deutlich über 6%. Damit wächst das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in China und Indien schneller als in Europa, jedoch von einer niedrigen Basis:

Fundraisings in Asien



Quelle: Asian Venture Capital Journal

Das BIP (zu Kaufkraftparitäten) der EU entspricht in etwa dem BIP von China und Indien zusammen – pro Einwohner liegt die Wertschöpfung in der EU jedoch in etwa sechsmal höher. Im Hinblick auf das Volumen des Private Equity-Marktes zeigt untenstehende Tabelle, dass China, Indien und Deutschland eine vergleichbare Größenordnung erreicht haben. Auch die Präferenzen sind ähnlich: Der Anteil der Life Science- und IT-Investments betrug 2005 jeweils rund 30%. Signifikante Unterschiede gab es im vergangenen Jahr jedoch bei der bevorzugten Investitionsphase: Während in China und Indien Expansionsfinanzierungen ohne Kontrollübernahme durch den Finanzinvestor dominierten, fanden in Deutschland überwiegend Buyout-Transaktionen mit Wechsel des Mehrheitseigners statt. Auf der Exitseite stand für chinesische Investoren der Börsengang im Vordergrund, eine Option, die deutsche Beteiligungsgesellschaften erst 2006 wieder stärker nutzen konnten.

China & Indien im Vergleich mit Deutschland im Jahr 2005

	China	Indien	Deutschland
Volkswirtschaft			
Bevölkerung	1.314 Mio.	1.095 Mio.	82 Mio.
BIP gesamt (in Kaufkraftparitäten) in USD	8,883 Mrd.	3,666 Mrd.	2,480 Mrd.
BIP pro Einwohner (in Kaufkraftparitäten) in USD	6.800	3.400	30.100
BIP-Wachstum	10,2%	8,4%	0,9%
Offizielle Arbeitslosenquote	9,0%	8,9%	11,7%
Inflationsrate	1,8%	4,2%	2,0%
Anteil der Bevölkerung unter der Armutsgrenze*	10%	25%	0%
Private Equity (inklusive Venture Capital)			
Fundraisings nach Volumen	1,95 Mrd. USD	2,33 Mrd. USD	2,9 Mrd. Euro**
Fundraisings nach Anzahl der Fonds	20	14	65
Durchschnittliches Fondsvolumen	97,6 Mio. USD	166,6 Mio. USD	44,6 Mio. Euro
Investments	2,99 Mrd. USD	1,38 Mrd. USD	3,0 Mrd. Euro
Anteil Life Sciences am Investitionsvolumen	9,1%	19,3%	11,0%
Anteil IT & Telekom am Investitionsvolumen	23,4%	11,9%	17,2%
Anteil Growth/Expansion am Investitionsvolumen	81,5%	87,4%	31,2%
Anteil der IPOs an der Zahl der Exits	81,3%	51,0%	1,1%

* Stand 2001/2002 ** ohne paneuropäischen Fonds

Quelle: Asia Private Equity Review, BVK, CIA World Factbook

Hop oder Top?

Dass Indien, China und die angrenzenden Tigerstaaten grundsätzlich für Private Equity interessant sind, stellte auf der Fachkonferenz TechVenture Asia, die

am 1. und 2. November in Singapur stattfand, niemand in Frage. Strittig war jedoch, ob der Zeitpunkt zum Einstieg günstig sei. Optimistisch zeigte sich David Rubenstein, Mitgründer der Carlyle Group: „Ich erwarte, dass die Renditen in Asien steigen und nicht fallen werden." Ähnlicher Meinung war Jean Salata, Managing Partner bei Baring Private Equity Asia: „Viele Marktteilnehmer werden von den Returns asiatischer Private Equity-Investments positiv überrascht werden. Sofern makroökonomische Schocks und Veränderungen der rechtlich-politischen Rahmenbedingungen ausbleiben, werden die aktuell in Asien aufgelegten Private Equity-Fonds die anderen Regionen der Welt outperformen." Warnende Worte kamen hingegen von David Lai, Managing Partner von Affinity Equity Partners, einem asiatischen Buyout-Fonds mit einem verwalteten Vermögen von mehr als einer Mrd. USD: „Wir befinden uns an der Schwelle des nächsten Asien-Hypes. Investieren Sie mit Bedacht, zahlen Sie keine zu hohen Preise, wählen Sie eine langfristige Perspektive! Und machen Sie keine dummen Sachen, nur weil andere sie tun!" Auch Srini Raju, Mitgründer der indischen iLabs Capital, beobachtet die gegenwärtige Entwicklung mit Sorge: „Es gibt zwei Probleme für Private Equity in Indien: Zu viel Geld und steigende Bewertungen. Es beunruhigt mich, dass die Leute ungeduldig werden und unüberlegt in den Markt drängen."

Srini Raju, iLabs Capital

Attraktive Marktnischen

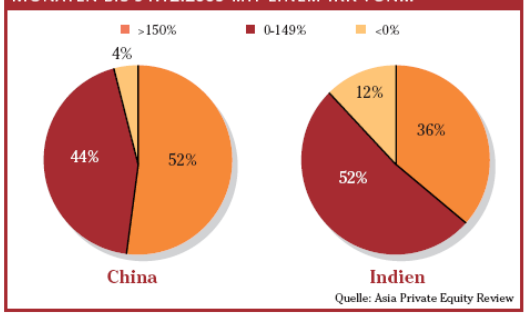
Wem es jedoch gelingt, außergewöhnliche Unternehmen zu identifizieren oder ein Segment zu besetzen, in dem geringer Wettbewerb auf Investorenseite herrscht, der ist nach Ansicht der Experten für die kommenden Jahre in Asien gut positioniert. Dr. Wu Shang Zhi, Managing Partner der chinesischen Venture Capital-Gesellschaft CDH Investments, hat seinen „Sweet Spot" bereits gefunden: „In China sind Deals mit einem Volumen zwischen 20 und 50 Mio. USD sehr interessant. Dort findet kein Wettbewerb durch große internationale Spieler statt, und für lokale Investoren sind die Transaktionen noch zu groß." Pierre Hennes, Partner des in Singapur, China und Indien ansässigen Frühphaseninvestors Upstream Ventures, der einen Fonds über 80 Mio. USD aufgelegt hat, setzt auf Start-ups: „In Asien gibt es eine Finanzierungslücke bei Transaktionen zwischen 250.000 und 500.000 USD. Die meisten

Durchschnittliche Nettoperformance zum Stichtag 31. März 2006 über einen Zeitraum von...

	1 Jahr	3 Jahren	5 Jahren	10 Jahren
US Venture Capital	13,8%	9,9%	-6,5%	39,5%
US Private Equity	31,8%	27,3%	12,2%	13,4%
Europa Venture Capital	1,9%	-1,0%	-9,0%	0,8%
Europa Private Equity	31,5%	30,2%	22,3%	20,9%
Asien VC & Private Equity	24,4%	20,8%	7,0%	4,7%

Quelle: Cambridge Associates LLC

China & Indien: Anteil der Exits in den zwölf Monaten bis 31.12.2005 mit einem IRR von...



Fonds, die derzeit nach Asien gehen, sind für solche Deals viel zu groß. Wir wollen diese Lücke schließen und haben daher 20 bis 30 Mio. USD für jedes der drei Länder vorgesehen, in denen wir operieren." Und verrät im exklusiven Interview (siehe hierzu auch S. 40 dieser Ausgabe), wie eine Erstrundenfinanzierung aussehen könnte: „Die Unternehmensbewertung ist immer Verhandlungssache und hängt von vielen Faktoren ab. Um Ihnen dennoch eine Hausnummer zu nennen: Wenn wir 500.000 USD in ein Start-up investieren, wollen wir dafür ca. 25 bis 35% der Anteile bekommen. Eine typische Post-Money-Bewertung in der ersten Finanzierungsrunde liegt damit im gegenwärtigen Marktumfeld in einer Größenordnung von 1,5

Singapur – Gateway nach Asien

Im jüngsten Ranking der wirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit des World Economic Forum belegte der 4 Mio. Einwohner-Staat Singapur den fünften Platz – vor den USA, Japan und Deutschland. Von den anderen asiatischen Ländern unterscheidet sich die frühere britische Kronkolonie dabei nicht nur durch den anerkannten Schutz von geistigem Eigentum. Singapur hat zahlreiche Programme zur Förderung junger Unternehmen aufgelegt und bemüht sich seit einigen Jahren auch zunehmend darum, von Venture Capital-Teams als geeigneter Standort wahrgenommen zu werden. Hierbei gibt sich Wong Peng Wai, Direktor Enterprise Ecosystem Development, einer Einheit der für die Wirtschaftsförderung zuständigen Behörde des Landes, durchaus selbstbewusst: „Für Investoren und Entrepreneure, die einen Einstieg in die Märkte und den Dealflow von China und Indien suchen, ist Singapur ein idealer Ausgangspunkt. Viele indische und chinesische Entrepreneure und Geschäftsleute kommen für ihr Fundraising nach Singapur." Das aus seiner Sicht wichtigste Programm zur Steigerung der Attraktivität des Standorts für internationale Venture Capital-Geber ist HOTSpots, ein privat-öffentliches Joint Venture, das landesweit Einrichtungen für Entrepreneure aufbaut und derzeit 13 Inkubatoren betreibt. Mehr als 2.100 Technologieunternehmen sei durch HOTSpots bereits der Zugang zu Investoren, Märkten und Partnern ermöglicht worden, so Wong Peng Wai. Eine weitere Initiative des Landes ist das 2001 gestartete Seeds-Programm, mit dem sich die Regierung über einen mit 80 Mio. SGD (rund 40 Mio. Euro) ausgestatteten Fonds mit bis zu 300.000 SGD je Start-up als Co-Investor parallel zu privaten Investoren beteiligt. Insgesamt werden derzeit in Singapur jährlich 4.000 Hightech-Unternehmen gegründet, etwa 20% davon durch Ausländer. Qualifizierte Entrepreneure aus anderen Ländern erhalten problemlos eine Aufenthaltsgenehmigung und Zugang zu Förderprogrammen. Auch um Kapitalgeber bemüht sich die Regierung, u. a. mit Steuererleichterungen. Dazu Wong Peng Wai: „Um mehr Investoren – seien es Limited Partner, General Partner oder Business Angels – von Singapur zu überzeugen, wollen wir ein dynamisches, vielseitiges und autarkes Wirtschaftssystem, in dem etablierte Unternehmen, Beteiligungsgesellschaften und Business Angels sowie Start-ups interagieren und miteinander Geschäftsbeziehungen aufbauen." Die Bemühungen der Regierung Singapurs scheinen sich bisher zu lohnen: Hinter Hongkong und Japan weist der Inselstaat, der 1997 von der Asienkrise schwer getroffen wurde, das höchste Pro-Kopf-BIP aller asiatischen Länder aus.

Weltrangliste: Globale Wettbewerbsfähigkeit

Die Spitzenplätze	Asien & Australien
1. Schweiz	16. Taiwan
2. Finnland	19. Australien
3. Schweden	24. Südkorea
4. Dänemark	26. Malaysia
5. Singapur	35. Thailand
6. USA	43. Indien
7. Japan	50. Indonesien
8. Deutschland	54. China
9. Niederlande	62. Russland
10. UK	71. Philippinen
11. Hongkong	77. Vietnam

Quelle: World Economic Forum

Mio. USD. Die Bewertungen in China sind aktuell eher etwas höher als in Singapur." Joel Kellman, Mitgründer und Managing Director der im Silicon Valley und in Asien ansässigen Granite Global Ventures, schaltet die Konkurrenz auf andere Weise aus: „Wir sehen uns gern Unternehmen an, bei denen der CEO kein Englisch spricht – vor diesen schreckt ein Teil unserer Wettbewerber regelmäßig zurück." Generell scheint der Zugang zu hochwertigen Geschäftsideen in Asien ein kritisches Erfolgsmerkmal zu sein, das Baring-Partner Salata wie folgt beschreibt: „In den USA kann sich jeder ein Dealbuch besorgen. In Asien liegt ein bedeutender Teil des Wertschöpfungsprozesses in der Generierung des Dealflows." Ganz pragmatisch sieht es Raju von iLabs: „Wer in Asien investiert und in der Lage ist, Unternehmen auszuwählen, die nachhaltig mit 40 bis 50% pro Jahr wachsen, wird Geld verdienen – egal, wie sich die Kapitalmärkte entwickeln."

Wegen Reichtums geschlossen

Ursächlich für das gestiegene Interesse an Beteiligungen in Asien dürften die hervorragenden Ergebnisse der letzten Jahre sein: Während die durchschnittliche Nettoperformance asiatischer Private Equity-Investitionen (inkl. Venture Capital) nach Zahlen von Cambridge Associates in den drei Jahren bis Ende März 2004 noch bei -0,1% lag, sprang sie im Dreijahreszeitraum bis 31. März 2006 auf 20,8%. Die Streubreite der Renditen ist jedoch immens und auf allen Ebenen lauern Fallstricke. So hat Thomas Michel vom Schweizer Vermögensverwalter Luserve AG die Erfahrung gemacht, dass die Kommunikation asiatischer General Partner häufig sehr indirekt und nicht so offen wie in Europa abläuft, so dass man zwischen den Zeilen lesen muss. Schwierigkeiten im Vorfeld zu vermeiden, ist immer ein guter Ratschlag – aber vielleicht nirgendwo so wichtig wie in China, wo sich ein Geldgeber mit Problemen konfrontiert sehen kann, die in Europa oder den USA undenkbar wären. Dazu Jimmy Hsu, CEO des singapurischen Venture Capital-Dachfonds TIF Ventures: „Egal, wie gut wir als Investoren sind, ohne ein kooperierendes Management können wir gar nichts erreichen. Ein lokales Fondsmanagement auszutauschen, ist in China, wo Beziehungen eine große Rolle spielen, extrem schwierig." Auch die politischen Risiken in Indonesien, den Philippinen, aber auch in Thailand, Malaysia und China werden von vielen Investoren nicht ausreichend in der Preisfindung für ihre Deals berücksichtigt, ist Baring-Kopf Salata überzeugt. Und auf Unternehmensebene gibt Jack Ma, Gründer und CEO der größten chinesischen e-Commerce-Webseite Alibaba.com, folgenden Ratschlag für die Expansion nach China: „Unternehmen scheitern hier, weil sie zu viel Geld bekommen. Geben Sie den lokalen Managern nicht zu viel Geld, lassen Sie sie kämpfen! Denken Sie daran, wie Sie Ihr eigenes Unternehmen aufgebaut haben. Schicken Sie Entrepreneure nach China und keine hoch bezahlten Niederlassungsleiter!"

Jack Ma, Alibaba.com

Fazit:

Asien hat sich als fester Bestandteil der internationalen Private Equity-Szene etabliert. Wer ein global diversifiziertes Portfolio aufbauen will, kommt um China, Indien und die wieder erstarkten Tigerstaaten in Südostasien nicht herum. Der Einstieg in die Region sollte jedoch mit Bedacht erfolgen – erste Gehversuche an der Hand eines erfahrenen lokalen Partners, beispielsweise durch Co-Investments, zahlen sich daher in der Regel aus. Darüber hinaus sollte nicht mit der Gießkanne gestreut, sondern eine wenig wettbewerbsintensive Marktnische besetzt werden. Ob der jetzige Zeitpunkt für den Einstieg in den asiatischen Private Equity-Markt günstig ist, wird von den Experten unterschiedlich beurteilt. Zwar sind die Unternehmensbewertungen im historischen Vergleich hoch, andererseits befindet sich die neue Eigenkapitalkultur in China, Indien & Co. erst am Anfang ihrer Entwicklung. Der Großteil des asiatischen Vermögens fließt schließlich noch immer in amerikanische Staatsanleihen. ■

andreas.uhde@vc-magazin.de

Vorankündigung für VentureCapital Magazin 1/07:

Interview mit Markus Ableitinger, Direktor bei Capital Dynamics, einem der weltweit größten Dachfonds, über die Auswahl von Zielfonds in Asien.

Sonderpreis Sprache - Private Equity und M&A

Martin Hesse
„Grohe dreht auf“
Süddeutsche Zeitung vom 25. Mai 2007

Grohe dreht auf

Zwei Jahre nach der Heuschrecken-Debatte heilen bei dem Bad-Armaturen-Hersteller allmählich die Wunden

Die Luft flimmert über der großen, kreisförmigen Öffnung. Im nächsten Moment geht über dem heißen Schlund eine Klappe auf und spuckt Hunderte Wasserhähne, Duschköpfe und andere Armaturen in die Glut. Sie werden in der Zentralschmelze des Grohe-Werkes in Hemer computergesteuert in neue Formen gegossen; die neuen Armaturen werden gereinigt, geschliffen und poliert, ehe sie verchromt, verpackt und an Kunden in mehr als 130 Ländern rund um den Globus geliefert werden.

Vor zwei Jahren fürchteten die Menschen bei Grohe, dass auch große Teile ihrer Firma eingeschmolzen werden könnten. Bis zu 3000 Stellen standen auf der Kippe, nachdem die Finanzinvestoren Texas Pacific Group (TPG) und Credit Suisse den Armaturenhersteller von BC Partners, einem weiteren Finanzinvestor, übernommen hatten. In den deutschen Werken in Hemer, Herzberg, Lahr und Porta Westfalica ging die Angst um. Die Mitarbeiter gingen auf die Straße, die Politik schreckte auf, Franz Müntefering verglich bildstark die Finanzinvestoren mit Heuschrecken.

Grohe wurde nicht eingeschmolzen. Aber die neuen Eigentümer gossen die Firma in eine neue Form, schliffen ab, was sie für überflüssig hielten, polierten die Marke auf und organisierten den Vertrieb in alle Welt neu.

„Ist Grohe ein Opfer?”, fragt Peter Paulokat herausfordernd. Der Betriebsratschef macht eine kurze Pause, ehe er die Frage selbst beantwortet. „Ja, was den Stellenabbau angeht, war Grohe ein Opfer. Aber wir sind nicht Opfer der Heuschrecken.” In Hemer, wo sich die Autobahn in den Wäldern des Sauerlandes totläuft, steht heute nicht das abgegraste Skelett einer Firma, sondern ein mittelständisches Unternehmen im Umbruch, das sich mit den Herausforderungen der Globalisierung herumschlägt. „Natürlich sagen viele von denen, die entlassen worden sind: Hätte die Familie Grohe uns behalten, wäre das nicht passiert”, sagt Paulokat. „Doch es hätte uns unter jedem Eigentümer getroffen.”

Vor zwei Jahren demonstrierte die Grohe-Belegschaft gegen die neuen Firmenherren (kleines Foto) – heute hoffen die Mitarbeiter, dass ihre Qualifikation und High-Tech sie im globalen Wettbewerb bestehen lassen. Fotos dpa, Patrick Pleul

„Fast eingeschlafen"

Paulokat arbeitet seit 36 Jahren bei Grohe in Hemer. Als der gelernte Starkstromelektriker anfing, gehörte Grohe mehrheitlich dem Telefonkonzern ITT. Paulokat erlebte 1984 den Rückkauf der Firma durch die Erben des Gründers Friedrich Grohe; er ging mit Grohe 1991 an die Börse und wieder zurück, als BC Partners 1999 die Regie übernahm. „Am besten ließ es sich unter der Familie arbeiten", erinnert sich Paulokat. Da sei das Verhältnis zwischen Eigentümern und Mitarbeitern enger gewesen. Und in der Zeit an der Börse, da sei das Geschäft einfach gut gelaufen.

Vielleicht zu gut. Ein Gutachten der Technischen Universität (TU) München, die eine Fallstudie zu Grohe erstellt hat, kritisiert, schon Ende der neunziger Jahre sei zu wenig in die Zukunft der Firma investiert worden. Ein großer Teil der Gewinne wurde an die Eigentümer ausgeschüttet – damals gehörte Grohe noch mehrheitlich der Familie. Als sich 2001 die wirtschaftliche Situation verschlechterte, habe sich gezeigt, „dass der überaus positive Eindruck nach außen im Jahr 1999 nicht gerechtfertigt war". Der Umsatz stagnierte zwischen 2000 und 2005 weitgehend, in Deutschland war er rückläufig. Zwei Gutachten im Auftrag des Managements – von McKinsey und Boston Consulting – empfahlen eine umfangreiche Sanierung und die Schließung des Werkes in Herzberg; und als der Betriebsrat eine Expertise bei Management Engineers in Auftrag gab, war das Ergebnis dasselbe. Die neuen Eigentümer setzten nach harten Auseinandersetzungen mit dem Betriebsrat einen Teil der Empfehlungen um, schlossen Herzberg und bauten 1200 Stellen ab.

„2004 habe ich eine Firma vorgefunden, die fast eingeschlafen war. Die Marke war gut, aber der Vertrieb in einem katastrophalen Zustand", sagt David Haines. TPG und Credit Suisse hatten den Marketingexperten 2004 an die Vorstandsspitze geholt. Der Engländer sieht sich und die neuen Eigentümer gern als Wachmacher, die Grohe in das Zeitalter der Globalisierung führen. „Früher waren wir ein sauerländisches Unternehmen mit Export, heute sind wir ein globales Unternehmen mit deutschen Wurzeln", sagt Haines. Nur noch 18 Prozent des Umsatzes erzielt Grohe in Deutschland, bis 2004 entstanden hier jedoch 85 Prozent der Kosten. Unter den Finanzinvestoren soll Grohe auch in der Herstellung die Vorteile der Globalisierung nutzen. Einfachere Produktionsprozesse verlagerten TPG und Credit Suisse in die Werke in Portugal, Kanada und Thailand, wo die Arbeit billiger ist und viele Kunden des Bad-Spezialisten sitzen.

Doch die Globalisierung hat ein Problem ins Sauerland gebracht. In Grohes Schmelzöfen werden jährlich 30 000 Tonnen Messing verarbeitet; der Rohstoffhunger aufstrebender Nationen wie China hat die Preise der Messing-Bestandteile Kupfer und Zink explodieren lassen. Ein Kilo Messing ist heute mehr

als dreimal so teuer wie vor drei Jahren. Auch Grohes Konkurrenten, meist internationale Großkonzerne, haben deshalb heute Probleme. „Bei uns hat das allein im vergangenen Jahr 60 Millionen Euro Zusatzkosten verursacht", sagt Haines. Das Geld will er durch effizientere Produktion wieder hereinholen. Haines beugt sich über einen Plan, der übersäht ist mit bunten Kästen und Pfeilen in scheinbar sinnloser Anordnung. Als der Manager ein neues Blatt darüberlegt, bekommt sein Gesicht einen triumphierenden Ausdruck: Hier sind die Kästchen sortiert, das Chaos bekommt Struktur. Es ist der Plan für den Umbau der Produktion in Hemer. „Wir wollen der erste Lean-Manufacturer der Sanitärbranche sein", sagt Haines in dem Bürotrakt, den sie unten in der Werkshalle „Krawattenbunker" nennen. 16 Millionen Euro würden dafür in den kommenden drei Jahren in Hemer investiert.

Im Werk erklärt Joachim Meyer stolz, wie moderne Roboter die glänzenden Armaturen bearbeiten, wie Produktionsstufen ineinandergreifen. „Sowas geht nur in Deutschland", sagt der temperamentvolle Werksleiter. Er hat den Plan für Hemer 2010 entwickelt, gemeinsam mit Paulokat. Man könne als Produzent nur überleben, wenn der ganze Herstellungsprozess in Deutschland bleibe. Überall gebe es Ansatzpunkte für Innovationen. Deshalb ist Hemer Entwicklungsstätte, Teststrecke und Designzentrum in einem. Überall im Werk werden nach und nach Mitarbeiter durch Maschinen ersetzt. Doch ohne Menschen geht es auch in Hemer nicht. „Nur wer selbst weiß, wie man Armaturen schleift, kann einen Schleifroboter richtig einstellen", sagt Meyer. Die Anforderungen an die Mitarbeiter wachsen deshalb, neben dem Schichtdienst müssen sie sich weiterqualifizieren. Mancher stöhnt unter der hohen Belastung.

Die roten Zahlen bleiben

Die Aufbruchstimmung, die der Werksleiter verbreitet, teilt Paulokat nicht. „Wir stecken weiter im Umbruch", sagt der Betriebsrat. All die Neuerungen seien den Mitarbeitern schwer zu vermitteln. Außerdem herrsche noch immer Unsicherheit über die Arbeitsplätze. Allerdings sei die Stimmung besser als noch vor einem halben Jahr. „Da dachten noch viele, 2008 geht das Licht aus." Der neue Investitionsplan hat die Ängste der Beschäftigten gelindert. Und natürlich hilft es, dass allmählich auch die Zahlen wieder stimmen. 2006 steigerte Grohe den Umsatz um zwölf Prozent, der Gewinn aus dem gewöhnlichen Geschäft wuchs auf 171 Millionen Euro. Grohe zog deshalb etwa 300 Kündigungen zurück. In Herzberg ist mehr als die Hälfte der 280 Entlassenen mittlerweile bei neuen Arbeitgebern untergekommen.

Grohe selbst ist allerdings noch nicht über den Berg. Unter dem Strich stehen noch immer rote Zahlen, unter anderem, weil Grohe jährlich 80 Millionen Euro Zinsen auf Schulden zahlen muss, die die Finanzinvestoren der Firma beim Kauf aufgeladen haben. Die Gutachter der TU München stellen jedoch fest, „dass das Unternehmen zu keinem Zeitpunkt durch Zinsverpflichtungen in seinen operativen Tätigkeiten eingeschränkt wurde". Zudem hat Grohe alle Bankschulden abgelöst und muss die neuen Anleihen bis 2014 nicht tilgen.

2014 wird Grohe längst wieder andere Eigentümer haben. TPG und Credit Suisse planen voraussichtlich in einem der kommenden Jahre den Ausstieg. Vielleicht verkaufen sie Grohe an einen weiteren Finanzinvestor. Peter Paulokat hat damit kein Problem. „Der Eigentümer ist nicht ausschlaggebend", sagt er. Doch auch wenn die Investoren und Vorstandschef Haines versichern, der Stellenabbau sei vorerst abgeschlossen, will Paulokat für künftige Auseinandersetzungen gewappnet sein. Er ist dabei, einen Europa-Betriebsrat zu bilden, damit die Standorte nicht gegeneinander ausgespielt werden können. „Daran werden sich die Eigentümer gewöhnen müssen."

Sonderpreis Recherche - Private Equity und M&A

Michael Hedtstück
„Geld wie Heu“
Finance, Mai 2007

M&A-STRATEGIE

Geld wie Heu

Salzgitter muss jagen, um am Ende nicht selbst zum Gejagten zu werden

Der Vorstand des Stahlkonzerns Salzgitter hat ein Luxusproblem: 3 Milliarden Euro in der Kasse, aber keine Übernahmeziele, die seinen hohen Ansprüchen genügen. CEO Wolfgang Leese, der um jeden Preis vermeiden will, auf dem Höhepunkt des Stahlbooms eine überbewertete Stahlhütte zu akquirieren, kauft stattdessen lieber den Anlagenbauer Klöckner-Werke. Seitdem dreht sich im Umfeld des Unternehmens (fast) alles um eine Frage: Wird Salzgitter aus der Not heraus zum Konglomerat?

Von Michael Hedtstück

Verladung von Feinblechcoils: Das Geschäft brummt wie nie zuvor.

Fotos: Salzgitter AG

Ausgerechnet die Klöckner-Werke. „Wieso sollte es ausgerechnet Salzgitter gelingen, als erster seit 25 Jahren aus den Klöckner-Werken Wert herauszuholen", ätzt Peter Metzger, Analyst beim Bankhaus MM Warburg. Wie Metzger denken viele, seitdem der niedersächsische Stahlkonzern Mitte März überraschend die Klöckner-Mehrheit aus der Insolvenzmasse der Beteiligungsgesellschaft WCM herausgekauft und den neuen Geschäftsbereich „Technologie" aus der Taufe gehoben hat. Kernstück der Klöckner-Werke mit einem Umsatzanteil von 87 Prozent ist die Firma KHS, der weltweit drittgrößte Hersteller von Abfüll- und Verpackungsanlagen. Größter Abnehmer ist die Bierbranche. Überschneidungen zum Stahlgeschäft: keine.

Doch die Klöckner-Werke waren ein verfügbares Target – ein gewichtiger Punkt für ein Unternehmen wie Salzgitter, das an einem prekären Punkt angelangt ist: Es fließt so viel Geld in die Kasse, dass das Management unbedingt Investitionsmöglichkeiten finden muss, um nicht irgendwann selbst zum Übernahmekandidaten zu werden. Momentan wird Salzgitter lediglich durch die Tatsache geschützt, dass das Land Niedersachsen 25 Prozent der Anteile hält.

Die Herausforderung ist keine leichte: Nach einem Rekordgewinn von 1,85 Milliarden Euro vor Steuern und dem Verkauf der Minderheitsbeteiligung an dem französischen Röhrenhersteller Vallourec im vergangenen Sommer für 1,3 Milliarden Euro hat der zweitgrößte Stahlkonzern Deutschlands inklusive der im Eigenbesitz befindlichen Salzgitter-Aktien aktuell fast 3 Milliarden Euro auf der hohen Kante. Inklusive Fremdfinanzierung liegt der finanzielle Spielraum für Zukäufe selbst nach der wohl mehr als 500 Millionen Euro schweren Klöckner-Übernahme bei bis zu 4 Milliarden Euro.

Nie da gewesene Gewinne

Doch Vorstandschef Wolfgang Leese hat hohe Ansprüche an potentielle Übernahmeziele – und Angst, etwas Falsches zu tun, Geld zu versenken. Er sucht Akquisitionsziele, die „nicht nur im gegenwärtigen Stahlboom Wert schaffen, sondern auch nachhaltig".

Das erschwert die Targetsuche, denn die Preise für Stahl-Assets haben astronomische Höhen erreicht. Die Nachfrage nach Stahl ist exorbitant, kann kaum gestillt werden. Obwohl sich die globale Rohstahlproduktion von 2000 bis 2006 um fast 50 Prozent auf 1,24 Milliarden Tonnen erhöht hat, sind die Preise explodiert.

Das Problem: Niemand weiß, wie weit der Boom die Branche noch tragen wird. Traditionell ist Stahl ein äußerst zyklisches Geschäft, aber ob es auch jetzt wieder zu einem Markteinbruch kommen wird, darüber gehen die Meinungen auseinander. Leese gehört zu den Skeptikern und hat eine klare Meinung: „Die Stahl- und Röhrenunternehmen sind alle überbewertet."

Dabei spricht einiges dafür, dass die Erträge noch lange auf einem sehr hohen Niveau gehalten werden können, vor allem bei Stahlkochern wie Salzgitter, deren Kerngeschäft die Produktion von Flachstahl und Röhren ist. Peter Fish, Managing Director beim britischen Branchenanalysehaus Meps sieht einiges, was ihn auf mittlere Sicht bullish stimmt: „Aufgrund einer starken Inlandsnachfrage sind die Exportpreise in Russland spürbar gestiegen, und es gibt Hinweise, dass die chinesische Regierung erwägt, heimischen Stahlerzeugern die Exportrabatte zu kürzen, sie vielleicht sogar zu eliminieren. Wenn beide Großexporteure den Markt nicht mehr mit so viel billigem Stahl überschwemmen, könnten die Preise auch die nächsten Jahre auf einem hohen Niveau bleiben." Für Röhren sieht Fish wegen der hohen Nachfrage nach Öl- und Gaspipelines „noch für viele Jahre ein ausgesprochen starkes Umfeld".

Derweil scheint die Preisexplosion bei den Rohstoffen überstanden zu sein, die Bezugspreise steigen nur noch moderat. Fazit: „Die Ertragskraft der Stahlhersteller wird zum Ende der Dekade tendenziell nachlassen. Mit einem dramatischen Abschwung rechnen wir aber nicht", erklärt Stahlexperte Fish.

Leese lässt sich nicht provozieren

Trotz der positiven Marktaussichten fährt Vorstandschef Leese zweigleisig. Unverzagt scannt er den Markt nach bezahlbaren Stahlhütten, parallel dazu hält er aber auch Ausschau nach Kaufgelegenheiten außerhalb des Kerngeschäfts. So kam die überraschende Klöckner-Übernahme nur wenige Wochen, nachdem Leese die Übernahmegespräche mit dem kanadischen Flachstahlproduzenten Algoma abgebrochen hatte. Algoma kam 2006 auf einen Umsatz von 1,7 Milliarden Euro und erzielte einen operativen Gewinn (EBIT) von 280 Millionen Euro. Am Ende der Fusionsgespräche mit Salzgitter brachte es Algoma auf eine Börsenbewertung von 1 Milliarde Euro, das EV/EBITDA- →

Salzgitter-Chef Wolfgang Leese (rechts) und Finanzvorstand Heinz-Jörg Fuhrmann: „Alle Stahl- und Röhrenunternehmen sind überbewertet."

Multiple lag bei 4,2. Zum Vergleich: Der indische Tata-Konzern hat für Corus Steel 7,6x EBITDA bezahlt, die russische Evraz 6,6x EBITDA für Oregon Steel Mills und Mittal für Arcelor einen Multiplikator von 4,6.

Doch auch bei Algoma fußt die optisch günstige Bewertung auf Rekordgewinnen, was Leese so vorsichtig werden ließ, dass die Algoma-Führung mit ihrer Verhandlungstaktik, andere Kaufinteressenten ins Spiel zu bringen, ins Leere lief. Leese scheute eine mögliche Übernahmeschlacht und zog sich zurück. „Der Verzicht auf Algoma zeigt, dass das Management zu seiner vorsichtigen M&A-Strategie steht und riskante oder sehr teure Transaktionen meidet", lobt Rochus Brauneiser, Analyst bei Kepler Equities.

Aus strategischer Sicht war das Platzen des Algoma-Deals ein Rückschlag, denn so viele Targets, die ein ähnliches Geschäftsmodell wie Salzgitter aufweisen und von der Größenordnung her passen, gibt es nicht. „Die wenigen börsennotierten Stahlunternehmen ähnlicher Größe sind durch Großaktionäre geschützt", sagt Warburg-Analyst Metzger. Er glaubt, dass sich Salzgitter in eine Sackgasse manövriert hat. „Angesichts des Mangels an Übernahmemöglichkeiten muss man schon fragen, ob es wirklich zwingend war, die Vallourec-Beteiligung zu verkaufen."

Alle Targets haben ihre Tücken

Zumal Algoma nicht die erste Übernahmesituation war, bei der Salzgitter von aggressiveren Interessenten aus dem Feld geschlagen wurde. Im vergangenen Jahr zeigte der MDAX-Konzern großes Interesse an dem Thüringer Trägerwerk von Arcelor Mittal, das schließlich jedoch an den hierzulande bis dato nur Insidern bekannten spanischen Stahlkonzern Grupo Alfonso Gallardo verkauft wurde – zu einem Mondpreis, wie es in der Branche heißt. Solange Leese aber nicht bereit ist, strategische Preise zu bezahlen, wird er auch bei anderen Unternehmen den Kürzeren ziehen, zum Beispiel bei der Dillinger Hütte, einem Grobblechhersteller mit einem Umsatz von mehr als 2 Milliarden Euro, an dem Arcelor Mittal knapp die Mehrheit hält. Die Dillinger Hütte ist mit 50 Prozent an dem Röhrenhersteller Europipe beteiligt – die andere Hälfte von Europipe gehört Salzgitter. Mit einer Übernahme könnte Salzgitter also sein chancenreiches Röhrengeschäft verstärken und die Beteiligungsstrukturen vereinfachen. Nur muss Arcelor Mittal nicht verkaufen, und die Aktionärsstruktur abseits des Weltmarktführers ist unübersichtlich und schwer zu knacken: Den Rest der Anteile halten zwei Stiftungen, hinter denen ein ausgesprochen heterogener Kreis aus kleineren Stahlfirmen, Unternehmerfamilien und Belegschaftsaktionären steht. Auch für die Dillinger Hütte müsste Leese tief in die Tasche greifen – die Rede ist von deutlich über 1 Milliarde Euro.

Ein weiteres denkbares Target wäre das mittelständische Stahlkonglomerat Georgsmarienhütte. Aber ob der Eigentümer Dr. Jürgen Großmann bereit wäre, sein Lebenswerk zu verkaufen? Einfacher zu bekommen wäre der börsennotierte Stahlhändler Klöckner & Co. Inklusive Schulden würde dieses Unternehmen zwischen 2,5 und 3 Milliarden Euro kosten. Aber auch hier stellt sich die gleiche Frage wie bei den Stahlproduzenten: Ist das aktuelle Ertragsniveau wirklich nachhaltig?

Nur auf den ersten Blick teuer

Unterm Strich hat der vorsichtige Stahlmanager Leese also kaum eine andere Wahl, als außerhalb des Stammgeschäfts zu expandieren und dies, wie beim Klöckner-Deal geschehen, als absichernde Diversifikation zu begründen: Das weniger zyklische Klöckner-Geschäft soll den Salzgitter-Konzern im nächsten Stahlabschwung stabilisieren, argumentiert Leese.

So opportunistisch der Klöckner-Deal auch war: Der Erwerb des Ladenhüters könnte sich als gutes Geschäft erweisen – und als Auftakt einer umfassenden Diversifikationsstrategie. Mit dem Klöckner-Erwerb erhält Salzgitter

auch 71 Prozent an der RSE Grundbesitz- und Beteiligungs-AG, die restlichen Anteile hält Klöckner, indirekt also ebenfalls Salzgitter. Den Wert der RSE-Immobilien schätzt Winfried Becker, Analyst bei Sal. Oppenheim, auf ungefähr 100 Millionen Euro. Außerdem erwirbt Salzgitter vier kleinere Industriebeteiligungen, die zusammen rund 100 Millionen Euro umsetzen.

Der Kaufpreis wurde nicht veröffentlicht. Inklusive der noch fälligen Abfindung der freien Aktionäre dürfte er ungefähr 500 Millionen Euro betragen, on top kommen Nettoschulden (inklusive Pensionsverpflichtungen) von 65 Millionen Euro. Im laufenden Jahr plant Klöckner, bei einem Umsatz von 940 Millionen Euro einen operativen Gewinn vor Abschreibungen (EBITDA) von 60 Millionen Euro zu erzielen, der bis zum Ende der Dekade auf 85 Millionen Euro anwachsen soll.

Im Zuge der jüngst erfolgten Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs bezüglich der steuerlichen Gleichbehandlung in- und ausländischer Dividenden erwartet Klöckner eine Steuerrückzahlung von bestenfalls 130 Millionen Euro. Außerdem verfügt Klöckner über Verlustvorträge von 900 Millionen Euro, deren Barwert Goldman Sachs auf 360 Millionen Euro beziffert.

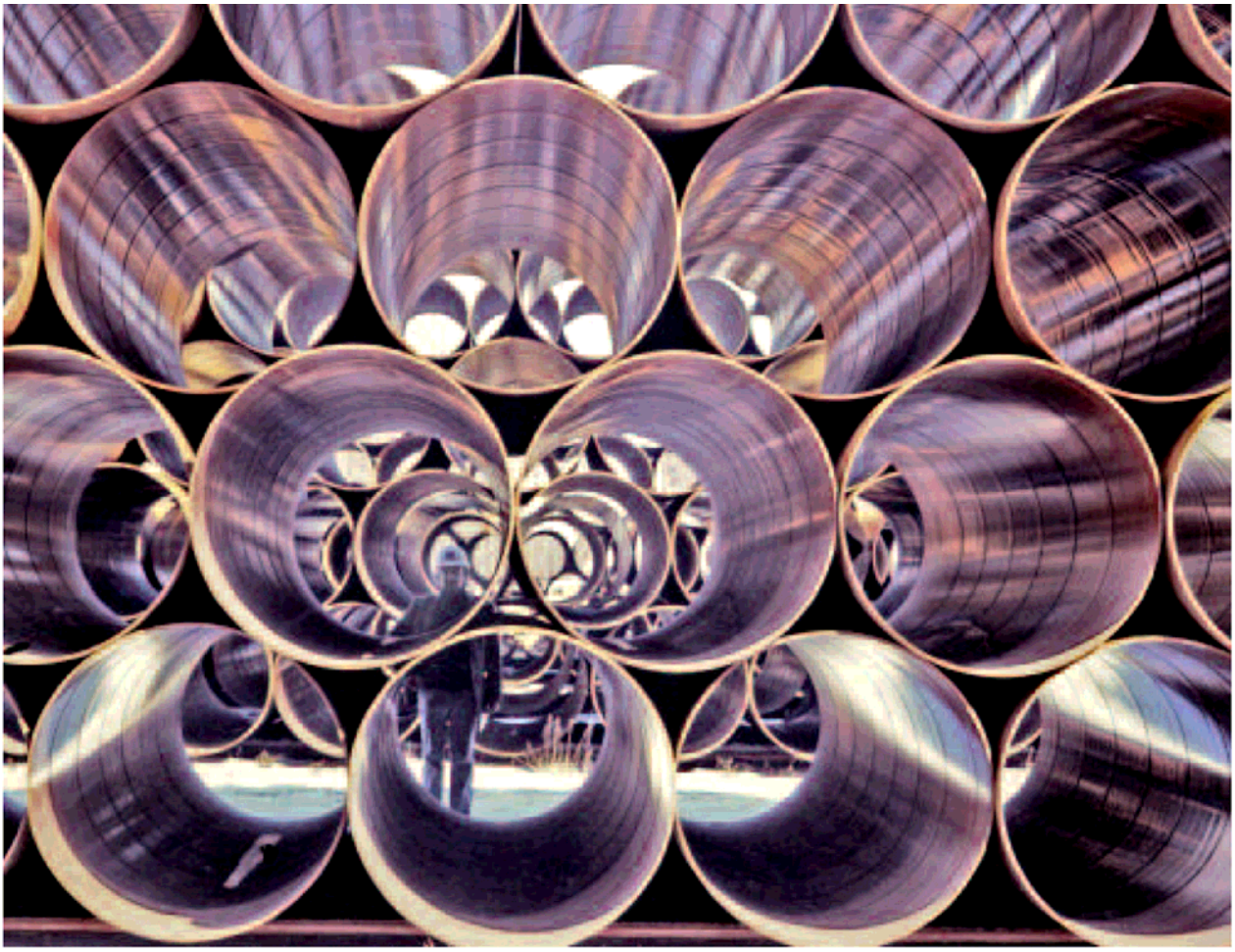
Die Wahl der Qual: Mögliche Targets und ihre Tücken

Zielunternehmen	Preis (Enterprise Value)	Problem
Algoma	> 1,0 Mrd. Euro	Übernahmekampf mit anderen Interessenten wahrscheinlich
Dillinger Hütte	> 1,0 Mrd. Euro	Hohe Preisvorstellungen, uneinheitliche Aktionärsstruktur
Georgsmarienhütte	> 1,0 Mrd. Euro	Kein Anzeichen, dass Inhaber einen Verkauf erwägt
Klöckner & Co	> 2,5 Mrd. Euro	Börsennotiert, hoher Streubesitz, leicht zu knacken, aber unklar, ob die Rekordgewinne nachhaltig sind

Quelle: FINANCE

Wird KHS zum Nukleus?

In den Verlustvorträgen liegt für den hochprofitablen Salzgitterkonzern ein gewaltiger Hebel. Die Verlustvorträge gilt es über den direkten Konsolidierungskreis der Klöckner-Werke hinaus nutzbar zu machen. Peter Mallin-Jones, Analyst von Goldman Sachs, sieht dafür zwei Möglichkeiten: entweder indem über das Vehikel Klöckner weitere Firmen zugekauft werden oder durch die Bildung von Joint Ventures zwischen Klöckner- und Salzgitter-Töchtern. Sollte es Salzgitter gelingen, Gewinne aus dem Kerngeschäft mit den erworbenen Verlustvorträgen zu verrechnen, könnten die Verlustvorträge deutlich zügiger ➜



Salzgitters führende Marktposition bei Pipelineröhren weckt Begehrlichkeiten bei anderen Stahlkonzernen. Was passiert, wenn Niedersachsen doch verkauft?

realisiert werden. Ihr Barwert stiege dann laut Goldman Sachs auf 600 Millionen Euro – wahrscheinlich mehr, als die komplette Übernahme gekostet hat.

Es liegt nahe, dass Leese in den Klöckner-Werken mehr sieht als eine reine Finanzbeteiligung. Wahrscheinlich plant er, den Abfüllanlagenhersteller KHS zum Nukleus einer Buy-and-Build-Strategie im Maschinen- und Anlagenbau zu machen. Auf diesem Weg könnte Leese steueroptimiert Teile des Milliardenschatzes in Assets investieren, die nebenbei auch noch den Vorzug haben, dass ihr nachhaltiger Wert leichter zu bestimmen ist, als dies momentan bei Stahlhütten der Fall ist. Und erst durch weitere Zukäufe würde die Technologie-Sparte überhaupt groß genug werden, um Salzgitter auch bei einem Einbruch des Stahlgeschäfts ein ordentliches Ertragsniveau zu sichern.

Die Zukunft hängt an Niedersachsen

Eine große Schwäche hat Leeses Diversifikationsstrategie jedoch: Das Salzgittermanagement hat keinerlei Erfahrung im Führen von Maschinenbauunternehmen, wenngleich es einen exzellenten Track-Record bei Akquisitionen vorweisen kann. Mit dem Erwerb des Röhrengeschäfts von Mannesmann im Jahr 2000 hat das Management schon einmal Mut und das richtige Näschen für gute Akquisitionen in einem schlechten Marktumfeld bewiesen. Der Deal, im Zuge dessen auch der Großteil der unlängst veräußerten Vallourec-Beteiligung erworben wurde, hat sich als eine der besten Übernahmen der jüngeren deutschen Industriegeschichte entpuppt. Der nächste kluge Schachzug kam zwei Jahre später, als Salzgitter inmitten der Börsenturbulenzen zu Ausverkaufspreisen die Beteiligung an Vallourec aufstockte.

Die Alternative, die Milliarden bis auf weiteres nicht zu investieren und stattdessen einen auf mittlere Sicht nicht auszuschließenden Branchenabschwung abzuwarten, ist nur auf den ersten Blick ein Weg, um unkalkulierbare M&A-Risiken zu vermeiden. Zwar steht für das Land Niedersachsen nach Worten von Ministerpräsident Christian Wulff bis 2013 ein Verkauf des 25-Prozent-Pakets nicht zur Debatte. Aber kann sich der Vorstand angesichts des Haushaltsdefizits und eines Aktienkurses, der sich in den letzten Jahren mehr als verzehnfacht hat, der Treue der Politiker über so viele Jahre wirklich sicher sein?

Sofern die Gewinne der Stahlkonzerne mittelfristig wieder einbrechen, hätte Leese alles richtig gemacht, denn dann könnte er auf Einkaufstour gehen. Aber wenn er auf den Milliarden sitzenbleibt und die Branche weiter boomt, stünde Salzgitters Unabhängigkeit auf dem Spiel. Dann könnte Salzgitter selbst zum Gejagten werden, meint Analyst Peter Metzger: „Wenn Niedersachsen sich doch entschließt zu verkaufen und Leese die Milliarden bis dahin nicht investiert hat, wird es nicht lange dauern, bis Salzgitter selbst zum Ziel eines Übernahmeversuchs wird." ←

michael.hedtstueck@finance-magazin.de