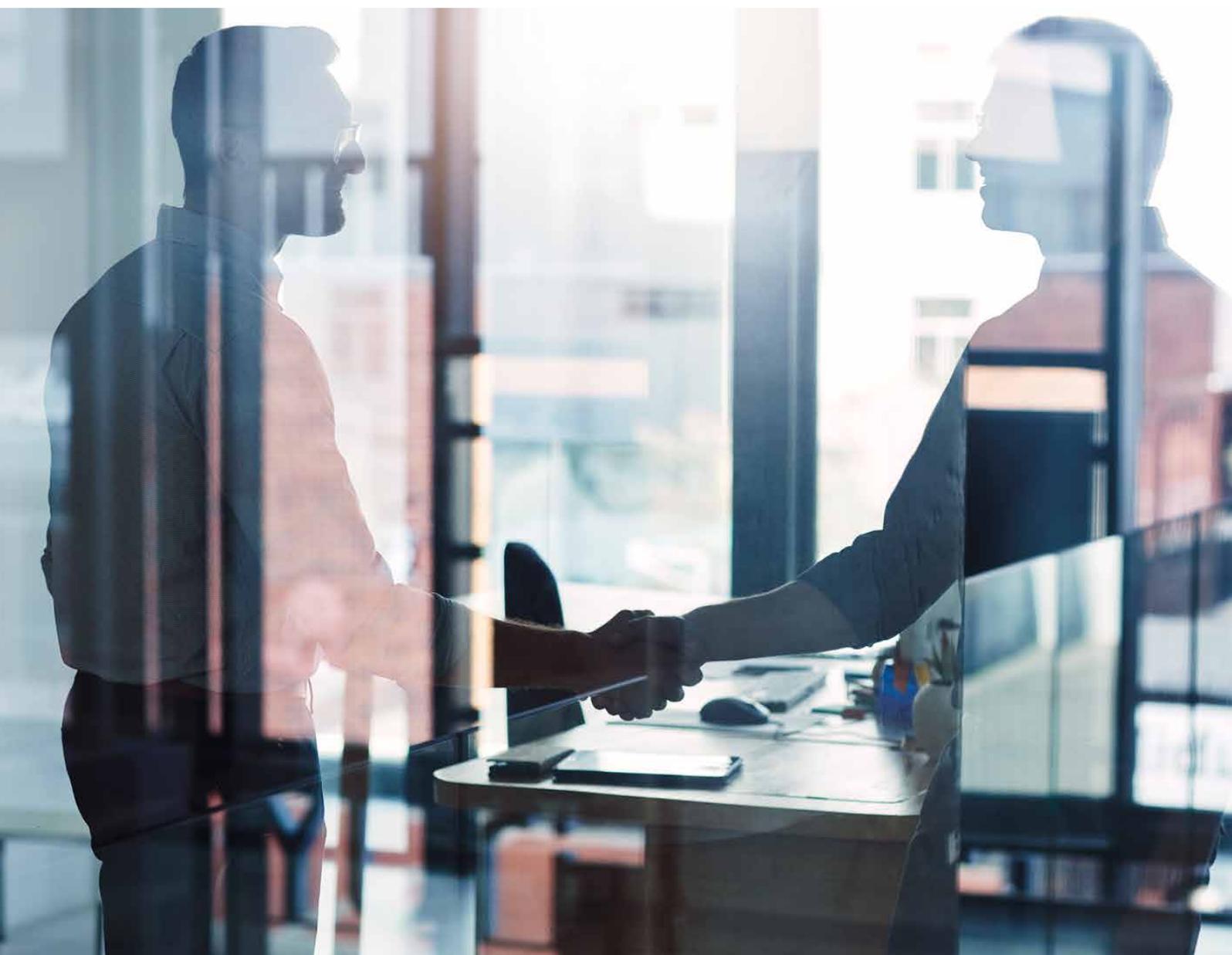


Indirekte **Immobilien-Investments**

durch die Übernahme von Immobiliengesellschaften

Erschienen im November 2020



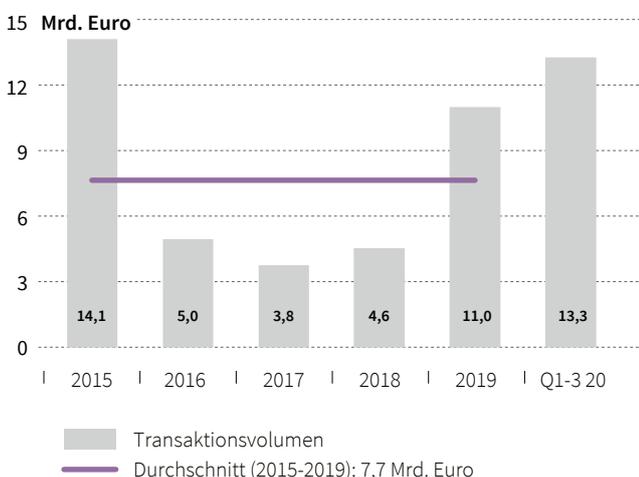
Situation & Marktentwicklung

Immobilien-Investments im Wege einer Unternehmensbeteiligung haben Konjunktur. Seit 2015 wurden in Deutschland pro Jahr durch solche Mergers and Acquisitions (M&A) durchschnittlich 7,7 Mrd. Euro auf diese Weise investiert. Auch wenn die Mehrheit der Immobilientransaktionen als direkte Investments getätigt werden, sei es als Asset Deal oder auch als Share Deal, bei dem die Immobilien zunächst als Gesellschaftsvermögen in eine Objektgesellschaft eingebracht werden, bevor dann die Gesellschaftsanteile verkauft werden, nahm der Anteil der indirekten Investments seit 2019 deutlich zu. 2016 bis 2018 lag der Anteil der indirekten Investments am gesamten Transaktionsmarkt in Deutschland zwischen 5 und 7 %, bevor sich dieser 2019 auf 12 % verdoppelte und im ersten Dreivierteljahr 2020 sogar 23 % des Gesamtmarkts ausmacht. Bei diesen indirekten Investments erfolgt die Übernahme von wesentlichen Anteilen an einer Immobiliengesellschaft mit der Motivation, durch den Erwerb der kompletten Unternehmensinfrastruktur (auch „Platform Deals“ genannt) mittelbar Eigentum an den Immobilien zu erlangen.

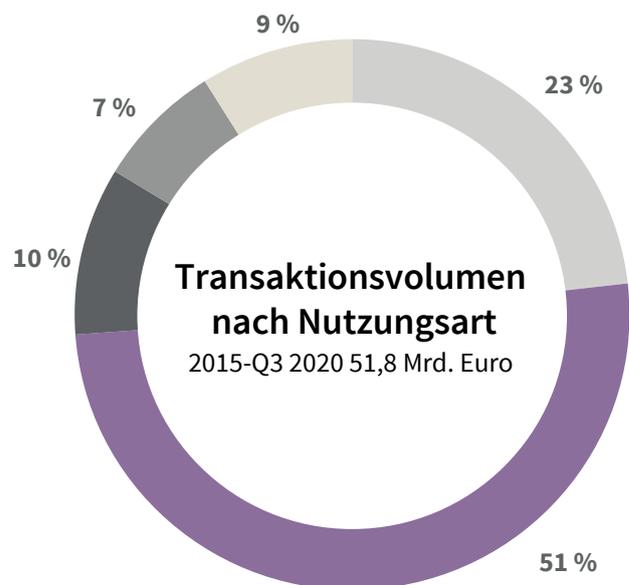
Die bis dato größte Unternehmensübernahme gab es bereits 2015. Damals übernahm die Deutsche Annington die

Gagfah mit einem Wert der Wohnimmobilien von ca. 8 Mrd. Euro. Es erfolgte anschließend die Umbenennung in Vonovia. Die zweit- und drittgrößten Transaktionen erfolgten fünf Jahre später: Die Adler-Übernahme durch Ado Properties (ca. 6 Mrd. Euro) sowie die knapp 80 %ige Beteiligung von Aroundtown an der TLG mit ca. 3,6 Mrd. Euro wurden im ersten Quartal dieses Jahres registriert.

Transaktionsvolumen durch Unternehmensübernahmen



Transaktionsvolumen



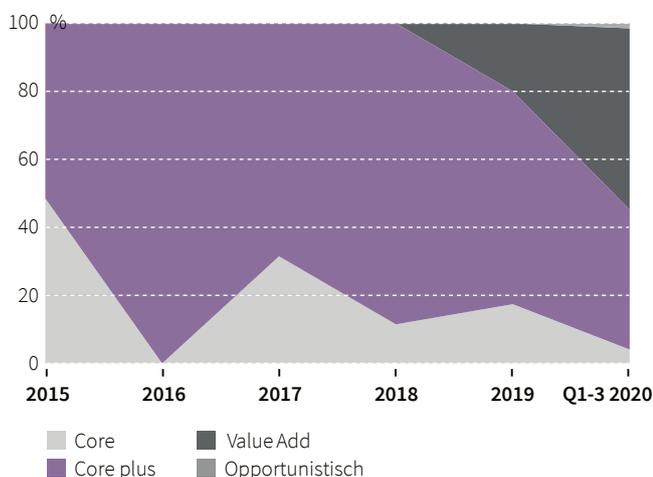
Indirekte Investments wurden in den letzten fünf Jahren in nahezu allen Immobilienanlageklassen getätigt. Über den Gesamtzeitraum hinweg liegt der Anteil von Living, getrieben durch die großen Übernahmen der Wohnungsgesellschaften, mit 51 % mit Abstand an der Spitze. Die Dominanz dieser Assetklasse bei den Unternehmensübernahmen überrascht nicht, denn gerade im Wohnsegment ist der Aufwand enorm, durch direkte Immobilieninvestments in einzelne Immobilien das eigene Unternehmenswachstum voranzutreiben.

Bei der Rangliste der Assetklassen folgt Büro mit 23 % vor Einzelhandel mit 10 %. Aktivster Akteur im Bürobereich ist Blackstone. 2016 hatte das US-amerikanische Private-Equity-Unternehmen das Officefirst-Büroportfolio der IVG übernommen, drei Jahre später erfolgte die Übernahme des hauptsächlich in Deutschland investierten kanadischen REIT Dream Global. Beide Transaktionen hatten einen Wert von je über 3 Mrd. Euro.

Im Einzelhandelsbereich fanden nennenswerte Übernahmen 2019 durch die 50 %-Übernahme des Warenhausunternehmens Galeria Karstadt Kaufhof durch die Signa-Gruppe von der Hudson's Bay Company (HBC) und bereits 2015 statt, als der französische Centerbetreiber Klépierre seinen niederländischen Konkurrenten Corio übernommen hatte. Auch 2020 gab es eine großvolumige Unternehmensübernahme, als Metro die Warenhaussparte Real an x+bricks und die SCP Group veräußert hat. Der Wert der Immobilien lag hier im hohen dreistelligen Mio.-Euro-Bereich.

Doch selbst im Bereich Logistik-Industrie gab es – wenn auch selten – Platform Deals. Der mit Abstand größte fand 2017 statt, als Blackstone seine Logistikplattform Logicor an die China Investment Corporation (CIC) verkauft hatte.

Transaktionsvolumen nach Risikoprofil der Investments



Der Wert der Immobilien in Deutschland belief sich auf knapp 2 Mrd. Euro.

Betrachtet man die Auswertung nach Risikoklassen, so fällt auf, dass der überwiegende Anteil den Risikoprofilen Core plus und seit 2019 auch Value Add zuzuordnen ist. Der niedrige Anteil von Core-Transaktionen ist nicht verwunderlich, denn über lange Zeit gewachsene Immobilienbestände sind in ihrer Gesamtheit selten solche, die ausschließlich Top-Immobilien in den besten Lagen mit exzellentem Mieterbesatz darstellen. Darüber hinaus spiegelt die obige Statistik durchaus auch die Risikobereitschaft der Käufer von Unternehmen wider und macht die Erwartungshaltung deutlich, durch die Arbeit mit den Immobilien des neu erworbenen Unternehmens Werte zu heben, die vom Vorgänger nicht realisiert wurden.

Highlights

Transaktionsvolumen



Immobilien im Wert von rund **52 Mrd. Euro** wurden seit 2015 indirekt veräußert, das sind im Schnitt 7,7 Mrd. Euro pro Jahr

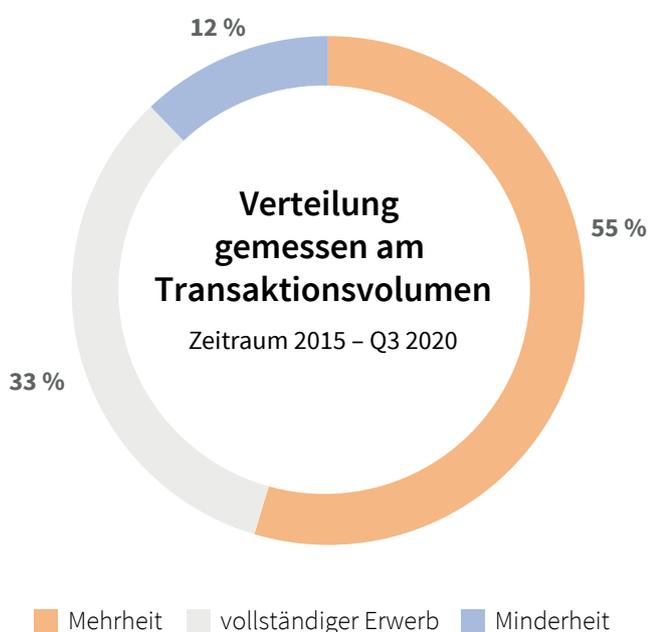


88 % des Transaktionsvolumens entfallen auf Mehrheitsbeteiligungen an oder auf den vollständigen Erwerb von Unternehmen

Analyse der Erwerbs- bzw. Beteiligungsanteile

Um ein detaillierteres Bild über die M&A-Geschehnisse auf den Immobilienmärkten zu erhalten, können Unternehmenszusammenschlüsse oder Unternehmenskäufe und -verkäufe anhand ihrer jeweiligen Erwerbs- bzw. Beteiligungsanteile (>/< 50 %) kategorisiert werden.

Erwerbs- bzw. Beteiligungsanteil



Die Analyse zeigt, dass Mehrheitsbeteiligungen (>50 %) über die Hälfte des gesamten Transaktionsvolumens im Betrachtungszeitraum von 2015 bis Q3 2020 ausmachen. Mit Blick auf die Transaktionsanzahl (rd. 35 % aller Deals) wird jedoch deutlich, dass diese Verteilung vor allem auf Großtransaktionen wie z.B. die Adler-Übernahme durch Ado Properties (ca. 6 Mrd. Euro) oder die knapp 80 %ige Beteiligung von Aroundtown an der TLG zurückzuführen ist. Mit einem durchschnittlich erworbenen Anteil von rd. 83 % verlief Letztere somit fast exakt auf dem Durchschnittsniveau.

Ferner entfallen rd. ein Drittel aller indirekten Immobilien-Investments auf einen ‚Outright Purchase‘, also dem vollständigen Erwerb eines Unternehmens durch den Käufer. Diese Kategorie macht absolut ausgedrückt ca. 17,1 Mrd Euro des gesamten Transaktionsvolumens zwischen 2015 und Q3 2020 aus. Der Höchstwert an ‚Outright Purchase‘ Deals wurde im Jahr 2019 mit insgesamt acht 100 %igen Unternehmenskäufen bzw.- verkäufen erreicht, gefolgt von 2020 mit bisher sechs solcher Deals.

Die restlichen zehn M&A-Transaktionen wurden vor dem Hintergrund eines Erwerbs- bzw. Beteiligungsanteils kleiner 50 %, sog. ‚Minority Investments‘, vollzogen. Mehr als 50 % dieser Deals fanden im Jahr 2019 statt. Das Transaktionsvolumen dieser Kategorie beläuft sich auf ca. 6,3 Mrd. Euro, also rd. 12 %.

Highlights

Transaktionsvolumen



Vier zentrale Treiber: Kostenoptimierung, Finanzierungsvorteile, Diversifikation, Sicherung von Expertisen



85 % des Transaktionsvolumens sind Core plus- oder Value Add-Investments

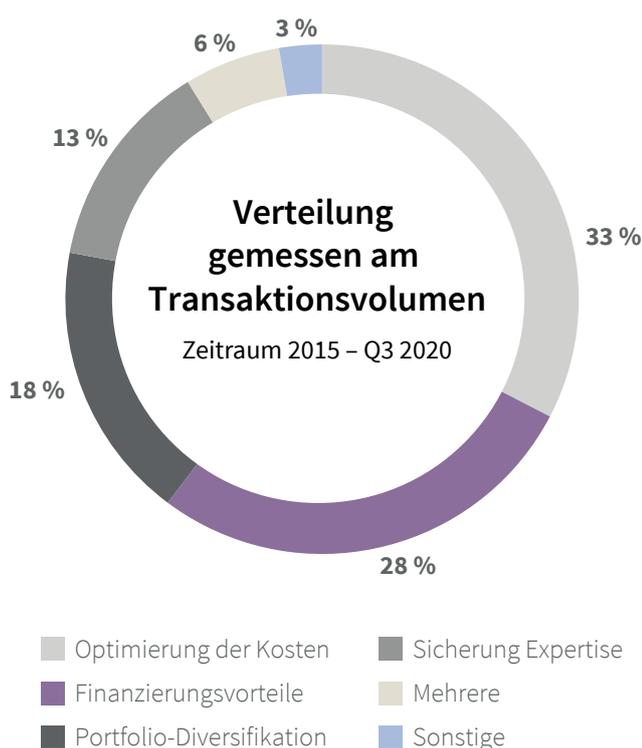
Treiber und Motive

Neben der Analyse der jeweiligen Erwerbs- bzw. Beteiligungsanteile kann beobachtet werden, dass M&A auf den Immobilienmärkten aufgrund unterschiedlicher Motive bzw. Beweggründe vollzogen werden. In diesem Zusammenhang lassen sich vier zentrale Treiber herauskristallisieren: Zum einen die Kostenoptimierung mit Erzielung von Skaleneffekten, zum anderen die Abschöpfung von Finanzierungsvorteilen am Kapitalmarkt sowie die Diversifikation des eigenen Portfolios und nicht zuletzt

schlanke Kostenstrukturen sind. Mit M&A haben Unternehmen in den vergangenen Jahren Einsparungen bei Bezug von Leistungen wie Objektverwaltung, Bauaufwendungen sowie bei der Versorgung mit Verbrauchstoffen und Materialien erzielen können. Ferner wird mit der Strategie eine bessere Allokation der Personalressourcen und bessere Verteilung der internen Aufgaben in Organisationen angestrebt.

Die Wirkung am Kapitalmarkt ist ein weiterer, zentraler Treiber für M&A-Aktivitäten im Immobilienumfeld. Gemessen am Transaktionsvolumen wurden seit 2015 mehr als ein Viertel (28 %) der indirekten Immobilien-Investments vor dem Hintergrund von Finanzierungsvorteilen am Kapitalmarkt vollzogen. In diesem Zusammenhang ist zu beobachten, dass dinglich besicherte Finanzierungen bei börsennotierten Gesellschaften an Gewicht verloren haben, stattdessen lässt sich eine Bewegung hin zum Kapitalmarkt erkennen. Dort werden Finanzierungsinstrumente wie Corporate Bonds, Debt hybrid und Commercial Paper als Alternativen zu Hypothekendarlehen hinzugezogen. Vereinzelt haben gelistete Gesellschaften ihre Grundsschulden in den vergangenen Jahren auf dieser Basis halbiert und sind heute teilweise zu über 80 Prozent mit alternativen Finanzierungsinstrumenten vom Kapitalmarkt ausgestattet, deren Konditionen vom Rating des Unternehmens abhängen. Dementsprechend spielt ein hervorragendes Unternehmensrating eine zentrale Rolle bei der Abschöpfung von günstigen Zinsen zur Stärkung der Profitabilität. Wachstumsstors durch Übernahmen sowie Optimierung der Portfolios mittels Fusionen erscheinen als Instrument zur Pflege der Bonität und der Ratings. In einzelnen Fällen lassen sich Zinsvorteile von über zehn Basispunkte zwischen zwei Ratingstufen erzielen, was eine signifikante Einsparung in Milliardenhöhe bei der Kapitalaufnahme zur Folge haben kann.

Treiber und Motive



die Sicherung von Expertisen.

Anhand der Zahlen wird deutlich, dass Kostenoptimierungen mit einem Anteil von knapp einem Drittel am gesamten Transaktionsvolumen der zentrale Treiber für M&A-Aktivitäten im Immobilienumfeld sind. Nicht zuletzt die Herausforderungen der aktuellen Krise haben gezeigt, wie wichtig

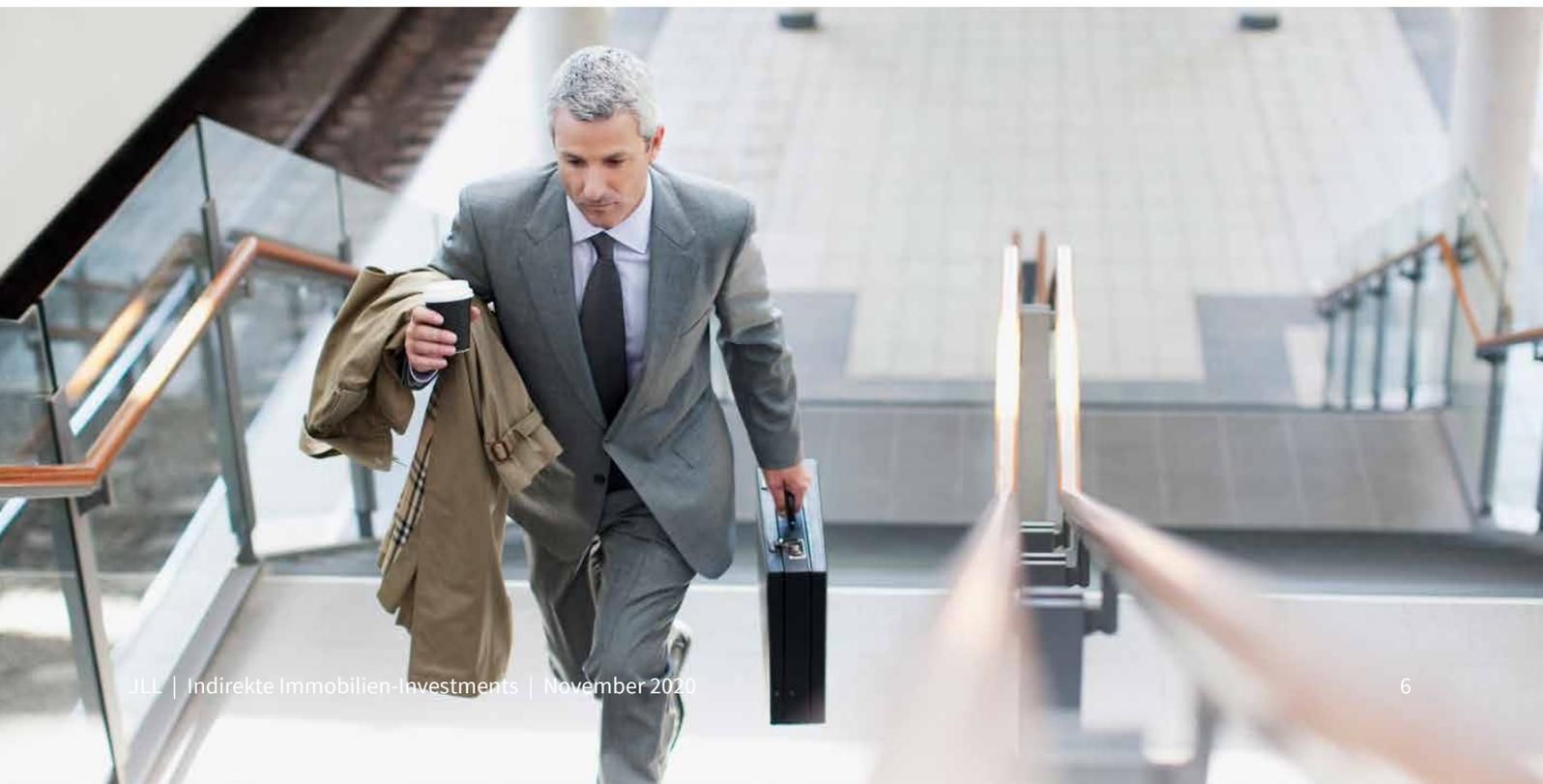
Das Covid-19-Umfeld erschwert und verteuert die Finanzierung von Projektentwicklern, da viele Banken einen Bogen um Projektfinanzierungen machen. Nicht selten werden zweistellige Zinsen für die Kapitalaufnahme am Kapitalmarkt aufgerufen. Für einen Projektentwickler kann es daher aus Finanzierungsgründen interessant sein, sich mit einem

größeren Bestandhalter zusammenzuschließen, um von dessen - in der Regel besseren Bonität - zu profitieren, und damit indirekt die Zinslast auf einen Bruchteil der ursprünglichen Zinsen für den Projektentwickler zu reduzieren.

Die von der EZB beflügelte Liquiditätsschwemme stößt weiterhin auf eine Produktknappheit im Immobilienbereich und die ungedeckte Nachfrage führt zu Rekordpreisen und folglich zu einer Renditekompression in einigen Assetklassen. Pre-Covid-19 haben Unternehmen als Reaktion auf sinkende Renditen ihre Portfolios um Zukäufe aus anderen Regionen und Ländern oder Assetklassen erweitert, die bisher noch keine starken Kompressionen erfahren haben. Angestrebte Ziele dabei waren die Optimierung der Performance der Portfolios sowie die Ausbalancierung der Risiken für eine stärkere Resilienz. Die Analyse zeigt, dass das Motiv der Portfoliodiversifikation den drittgrößten Block am M&A-Markt bildet. Demnach machen Transaktionen vor dem Hintergrund von Diversifikationsbestrebungen rd. 18 % des Transaktionsvolumens aus. Dies entspricht einer absoluten Größe von etwa 9,1 Mrd. Euro. An dieser Stelle sei zu betonen, dass mit Blick auf die Anzahl der Transaktionen knapp zwei Fünftel (39 %) aller Deals auf Diversifikationsabsichten beruhen, während die Kostenoptimierungen oder

die Abschöpfung von Finanzierungsvorteilen nur bei jeweils rd. 14 % der Investments das ausschlaggebende Motiv war.

Die pre-Covid-19 häufig beschworenen Zugewinne von Expertise durch die Übernahme von kleineren Marktteilnehmern dürfte sich in der aktuellen Lage etwas entspannt haben, was sich auch anhand der Zahlen ablesen lässt. Demnach entfällt lediglich 13 % des Transaktionsvolumens auf indirekte Immobilien-Investments, bei denen primär die Sicherung von Expertise im Vordergrund steht. Nichtsdestotrotz erscheint der Rückgriff auf geeignete Fachleute und eine Sektorexpertise, wie beispielsweise im Assetmanagement-Bereich oder Projektentwicklungsgeschäft, oftmals als zusätzlicher Erfolgsgarant in unsicheren Zeiten. So wurden zum Beispiel trotz Covid-19 weiterhin Projektentwickler übernommen. Neben der eigentlichen Übernahme der Bestände und Pipeline, die von den übernommenen Gesellschaften eingebracht werden, bieten M&A zudem aussichtsreiche Opportunitäten zur Gewinnung zusätzlicher Fachkompetenz. Festzuhalten bleibt, dass rund 26 % aller Transaktionen auf Basis mehrerer gleichberechtigter oder auch anderer Motive abgewickelt wurden. Diese machen jedoch einen geringfügigen Anteil am indirekten Transaktionsvolumen aus.



Ausblick

M&A-Deals im Immobiliensektor im Jahr 2020 setzen den Trend der Vergangenheit fort und zeigen trotz Covid-19 keine Ermüdungserscheinungen. Die Relevanz der Motive besteht fort und vieles deutet sogar auf eine Verstärkung des Trends hin, da der Kurssturz an den Aktienmärkten zu Beginn der Pandemie günstige Einstiegsmöglichkeiten für opportunistische Investoren eröffnet hatte. Viele dieser Investoren haben einen kurz- beziehungsweise mittelfristigen Anlagehorizont. Eine Erholung am Kapitalmarkt werden sie nutzen, um die erworbenen Anteile mit Kursgewinnen zu veräußern. Im Hinblick darauf ist für das Transaktionsgeschehen in Deutschland zu erwarten, dass das Volumen indirekter Investments durch die Übernahme von Immobiliengesellschaften 2021 erneut einen Wert von über 10 Mrd. Euro erreichen könnte.

Kontakte

Ralf Kemper, MRICS
Head of Valuation and Transaction
Advisory Germany
+49 (0) 69 2003 1092
ralf.kemper@eu.jll.com

Honoré Achille Simo, MRICS, Dipl.-Ing.
EMEA Head of Business Development
Valuation & Transaction Advisory
+49 (0) 69 2003 1283
achille.simo@eu.jll.com

Helge Scheunemann
Head of Research Germany
+49 (0) 40 350011 225
helge.scheunemann@eu.jll.com

Autoren

Matthias Barthauer
Senior Director Research
+49 (0) 40 350011 268
matthias.barthauer@eu.jll.com

Tino Günther, M.Sc.
Senior Consultant
Valuation & Transaction Advisory
+49 (0) 69 2003 1374
tino.guenther@eu.jll.com

jll.de Alle Informationen rund um JLL und unsere Dienstleistungen
jll.de/research Alle Research-Berichte zu aktuellen Marktzahlen und Spezialthemen
jll.de/immo Gewerbeimmobilienangebote zur Miete und zum Kauf deutschlandweit

Copyright © JONES LANG LASALLE SE, 2020.

Dieser Bericht wurde mit größtmöglicher Sorgfalt erstellt und basiert auf Informationen aus Quellen, die wir für zuverlässig erachten, aber für deren Genauigkeit, Vollständigkeit und Richtigkeit wir keine Haftung übernehmen. Die enthaltenen Meinungen stellen unsere Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichtes dar und können sich ohne Vorankündigung ändern. Historische Entwicklungen sind kein Indiz für zukünftige Ergebnisse. Dieser Bericht ist nicht für den Vertrieb oder die Empfehlung zum Kauf oder Verkauf einer bestimmten Finanzanlage bestimmt. Die in diesem Bericht zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Empfehlungen berücksichtigen nicht individuelle Kundensituationen, -ziele oder -bedürfnisse und sind nicht für die Empfehlung einzelner Wertpapiere, Finanzanlagen oder Strategien einzelner Kunden bestimmt. Der Empfänger dieses Berichtes muss seine eigenen unabhängigen Entscheidungen hinsichtlich einzelner Wertpapiere oder Finanzanlagen treffen. Jones Lang LaSalle übernimmt keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden, die aus Ungenauigkeiten, Unvollständigkeits oder Fehlern in diesem Bericht entstehen.