

IVG-Insolvenz ein Strategielehrstück

von Caspar Freiherr von Weichs

Mandanteninformation und nicht publizierter Gastkommentar in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom August 2014

Nachdem Mitte Juli der Insolvenzplan der IVG gerichtlich bestätigt und die Umsetzung des Debt-to-Equity Swaps für Ende des laufenden Quartals angekündigt sowie ein neues Management ab dem letzten Quartal installiert zu sein scheint, ist es an der Zeit zur strategischen Aufarbeitung dieser größten deutschen Immobilienpleite.

Bereits die Besetzungen der ersten beiden Management-Generationen folgte hauptsächlich politischen und weniger fachlichen Kriterien mit dem Ergebnis, dass die ersten Managementgenerationen seit IPO Mitte der 90er Jahre zu wenig bis keine Erfahrung sowohl im Portfolio- und Asset Management gewerblicher Immobilien als auch im Real Estate Corporate Finance hatten. Stattdessen waren sie relativ stark Development-orientiert. Erst die dritte Managementgeneration ab ca. 2008/9 erfüllte grundsätzliche Marktanforderungen. Allerdings waren zu dem Zeitpunkt die wesentlichen strategischen Weichen zur späteren Insolvenz bereits gestellt.

Zu diesen fehlerhaften Weichenstellungen gehörte schon vor dem IPO die zu wenig bis kaum forcierte Konzentration auf Eigenentwicklungen vorhandener Grundstücke wie beispielsweise in Ottobrunn und der lange unterschätzten Kavernenpotentiale in Norddeutschland. Lieber engagierte sich die Gesellschaft in risikoreichen Fremdentwicklungen, von denen das hinsichtlich Baukosten, Bauzeit, Komplexität und Risiken total fehleingeschätzte Squire am Flughafen Frankfurt nur die der Öffentlichkeit bekannte Spitze des Eisbergs ist.

Grundsätzlich alloziert der Kapitalmarkt auf Developments ca. 25% des für das Development nötigen Eigenkapitals und erwartet dann eine dem hohen Risiko entsprechende Eigenkapitalrendite von rund 20% IRR. Wird das nicht erreicht, bestraft der Kapitalmarkt das Unternehmen mit einem entsprechenden Kursabschlag. Die erforderlichen Renditen hat die IVG nie, den Abschlag immer erzielt.

Auch der Aufbau des Eigenportfolios über ganz Europa entsprach eher der Strategie eines Offenen Immobilien Fonds als der einer gut geführten Immobilien AG, denn der am Kapitalmarkt hauptsächlich vorzufindende institutionelle Investor führt seine eigene Asset Allocation durch und kauft deshalb je Land nur Aktien von im jeweiligen Land kompetent und erfolgreich agierenden Immo AGs. Mit einem Portfoliomix über ganz Europa demonstrierte die IVG leider Kernkompetenzverlust, den der Kapitalmarkt wiederum mit einem Discount auf den NAV bestrafte.

Die umfangreichen Immobilienkäufe Mitte der 2000er Jahre erfolgten zu weit überteuerten Preisen mit statt gegen den Zyklusverlauf. „Buy a summerhouse in a winter“, dieses wesentliche Grundprinzip eines erfolgreichen Portfolioaufbaus wurde mißachtet.

Die hohen Börsenkurse dieser Zeit wurden aus Angst vor Verwässerungen fast fahrlässig nicht für signifikante Kapitalerhöhungen und deutliche Entschuldungen genutzt.

In der Folge entstanden spätestens ab 2009 Finanzierungs- und vor allem Liquiditätsengpässe. Diese wurden nur scheinbar durch Prolongationen, Umbesicherungen, Emission von Wandelschuldverschreibungen und Hybridkapital gelöst mit starker Reduzierung der Eigenkapitalquote als Konsequenz. Richtig und angemessen wäre es gewesen, vor dem Hintergrund der bereits zu diesem Zeitpunkt auch von außen feststellbaren Überbewertung des Portfolios um ca. 1,5 Mrd. € mit den Banken einen Hair Cut von mindestens 0,75 Mrd. € und mit seinerzeit interessierten Investoren eine Kapitalerhöhung in gleicher Höhe durchzuführen bzw. sich garantieren zu lassen. Das damals Genehmigte Kapital und der Börsenkurs hätten dazu ausgereicht. Unter dem Druck der drohenden Insolvenz haben die Banken dann von sich aus in 2013 den Hair Cut in derselben Größenordnung beim Verkauf ihrer Darlehen realisiert.

Statt abgestimmter Kapitalmaßnahmen wurde ein Portfolio-Sanierungskonzept verfolgt, bei dem „Cash Cows“ und „Stars“ zur Generierung von Liquidität und zum Schuldenabbau verkauft wurden. Richtig wäre neben der oben skizzierten Kapitalmaßnahme der Verkauf von „Cash Traps“ und „Dogs“ gewesen. Dadurch wäre eine Aufwertung des Portfolios und keine Verwässerung und Abwertung produziert worden. Somit wurde eine weitere Grundregel des Portfolio Managements verletzt und das Portfolio in Wert und Ertragskraft verwässert.

Strategisch richtig waren Aufbau und Erwerb vor allem des institutionellen Fondsgeschäfts sowie seine Positionierung als strategisches Geschäftsfeld, weil dadurch einerseits Skaleneffekte und stabile Einnahmen auf der Immobilienseite sowie institutionelle Absatzkanäle für das Kavernengeschäft andererseits geschaffen wurden. Demzufolge war es auch richtig, das Kavernengeschäft als weiteres strategisches Geschäftsfeld zu definieren.

Sicherlich überzogen für die große Vermögen verwaltende aber letztlich mittelständisch organisierte IVG waren die aufgeblasene Organisations- und Personalstruktur. Die schlanke Struktur des jetzt vorliegenden Sanierungskonzepts mit drei unabhängigen Strategischen Geschäftsfeldern unter einer schlanken Beteiligungsholding zeigt, dass man auch mit 200 Mitarbeitern weniger als 2012 auskommen kann.

Als Fazit lassen sich als Feststellungen ableiten, dass keine der vergangenen Managementgenerationen der IVG seit IPO die Abhängigkeit von Unternehmens-, Portfolio- und Kapitalmarktstrategie ausreichend erkannt und interpretiert hat, dass die die HV dominierenden und sich selbst als „professionell“ darstellenden ehemaligen Großaktionäre und die im AR vertretenen Banken sowohl die Managementbestellungen als auch die entscheidenden strategischen Fehl-Weichenstellungen bestimmt haben und dass die Banken nicht frühzeitig und ausreichend genug auf Kapitalmaßnahmen gedrängt bzw. entsprechende Initiativen unterstützt haben. Zu bedauern sind deshalb nur die Kleinanleger.

Die Zukunft erscheint durch die Organisationsform und durch die Vita des neuen Managements vorgezeichnet zu sein in Richtung Filetierung, weil anders die nach Erwerb der Darlehen durch die neuen Aktionäre nochmals gesunkenen Darlehenswerte kaum wieder zu erwirtschaften sind. Ein erneuter IPO ist nicht erkennbar.