

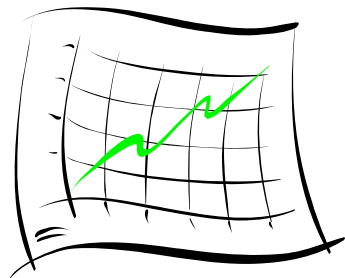
GESCHÄFTS- UND FINANZIERUNGSMODELLE INTERNATIONALER FINANZINVESTOREN IN DER WOHNUNGSWIRTSCHAFT

Referent: Prof.Dr.rer.pol. Stefan Kofner, MCIH

Bonn

14.06.2013

Problem: Verkäufe öffentlicher und industrieverbundener Wohnungsunternehmen an Finanzinvestoren



- *Was ist Real Estate Private Equity?*
- *Wie konnten die Finanzinvestoren in NRW diese Bedeutung erlangen?*
- *Wie funktionieren die Geschäftsmodelle?*
- *Wo liegen die Risiken?*



**(Post)gemeinnützige
Wohnungswirtschaft**

- Wohnung als Sozialgut
- Versorgung von Bedarfs-/Zielgruppen
- dauerhafte Bestandshaltung
- öffentliche Darlehen
- begrenzte, geringe Rendite
- lokale Einbindung
- tlws. demokratische Kontrolle

**Private
Wohnungswirtschaft**

- Wohnung als Ware , Wirtschaftsgut
- Angebot & Nachfrage nach Wohnungen
- Halten & Verkaufen
- private Darlehen, Banken
- nachhaltige Renditeorientierung
- Einbindung über Wohnungsmärkte
- Verlust demokratischer Kontrolle

**finanzmarktgetriebene
Wohnungswirtschaft**

- Wohnung als Finanzanlage
- Plazierung von Finanzprodukten
 - kurz befristetes Investment
 - deregulierter, globaler Kapitalmarkt
 - völlige Entkoppelung vom Ort
 - Kontrolle durch die Finanzprodukte und -märkte

Real Estate Private Equity: Merkmale

Außerbörsliches Beteiligungskapital, das externe Investoren für Immobilienfinanzierungen bereitstellen

hoher Fremdkapitalhebel



aktiver Managementansatz



Exit immer im Blick



alternatives Investment



Rendite und Risiko



Blind pool



Verbriefung der Übernahmeschulden

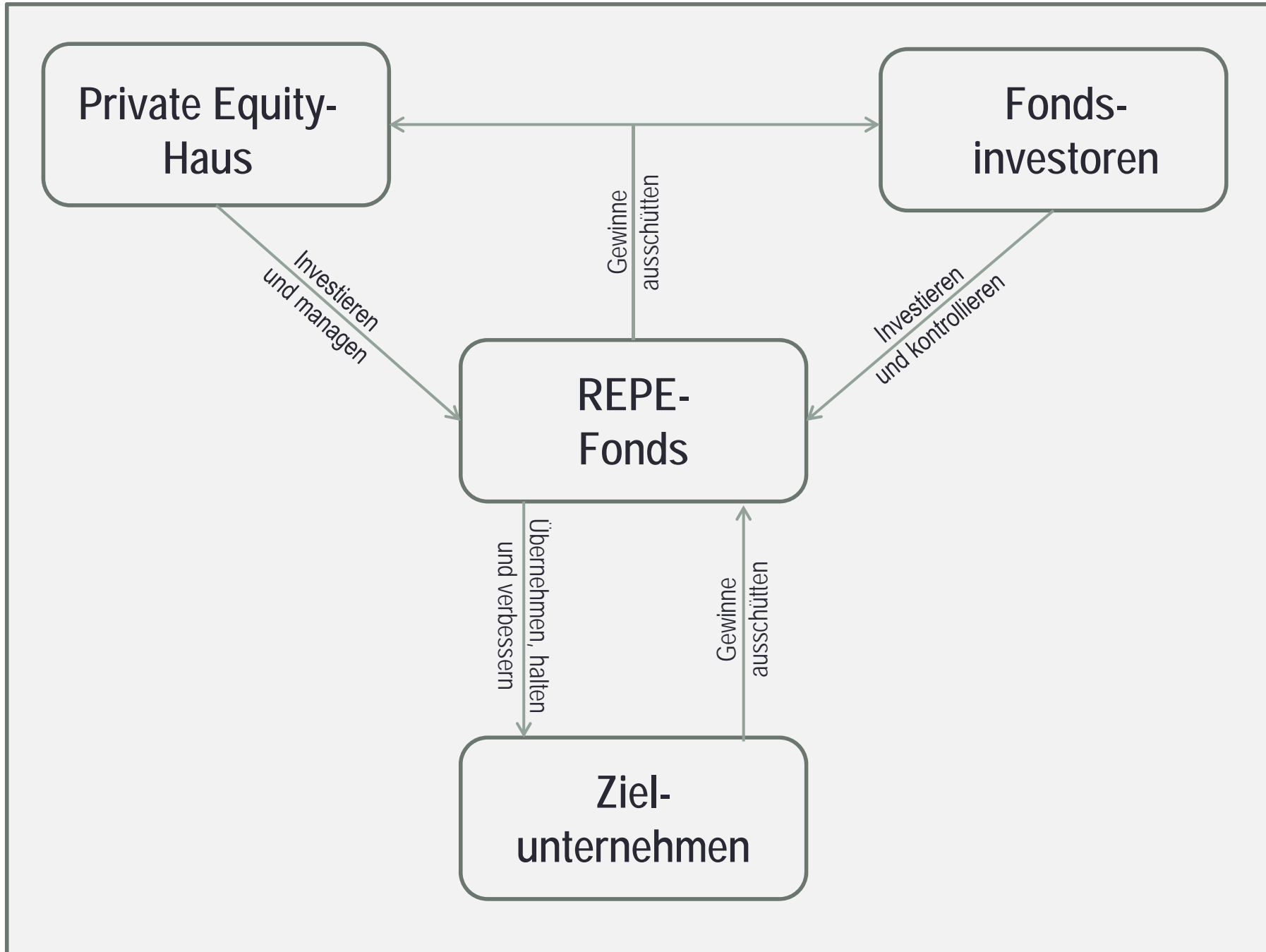


anreizorientierte Vergütungsstrukturen

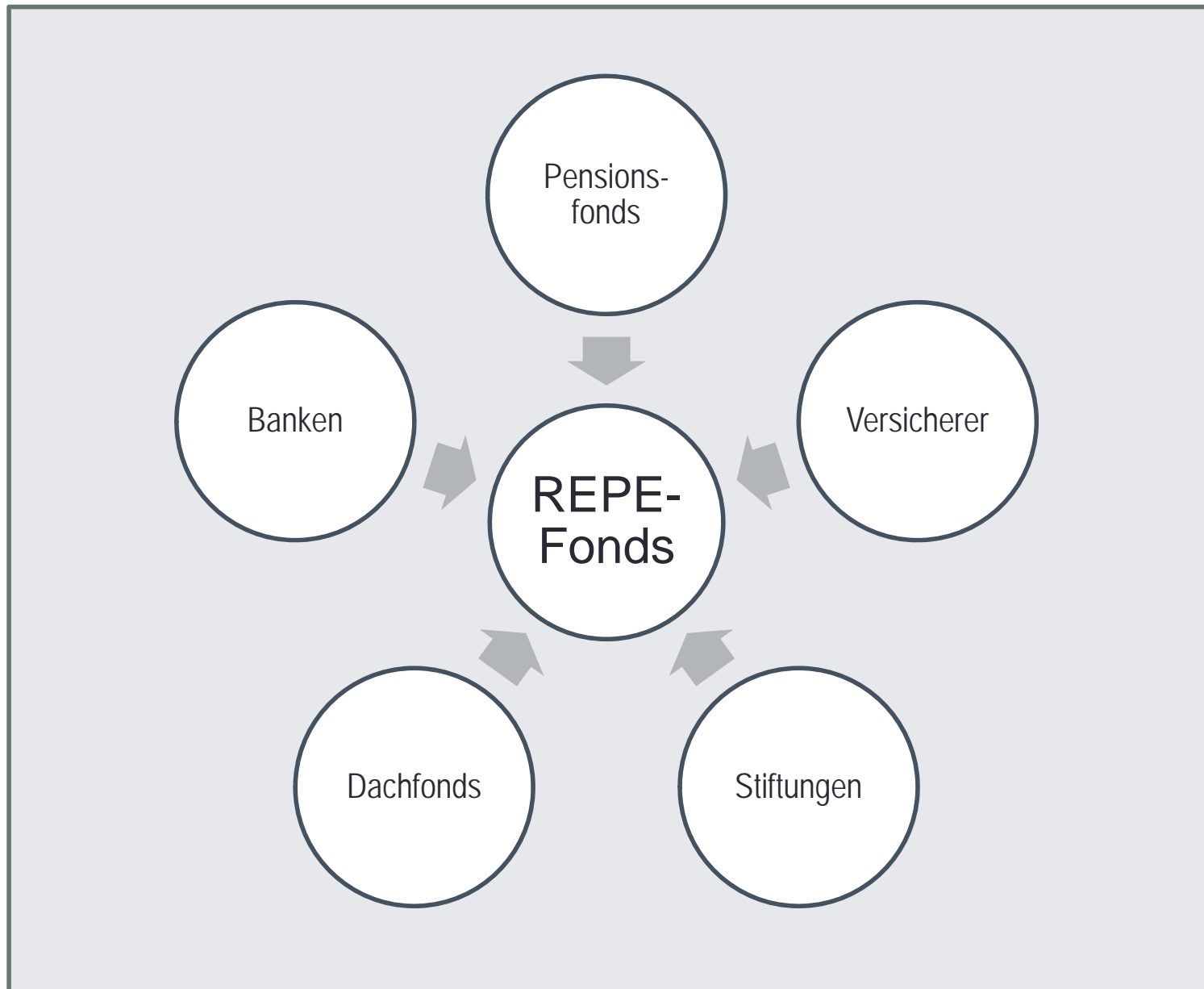


Auswahl der Übernahmeziele





REPE-Investoren



Verkäufe großer Portfolien 1999-2011

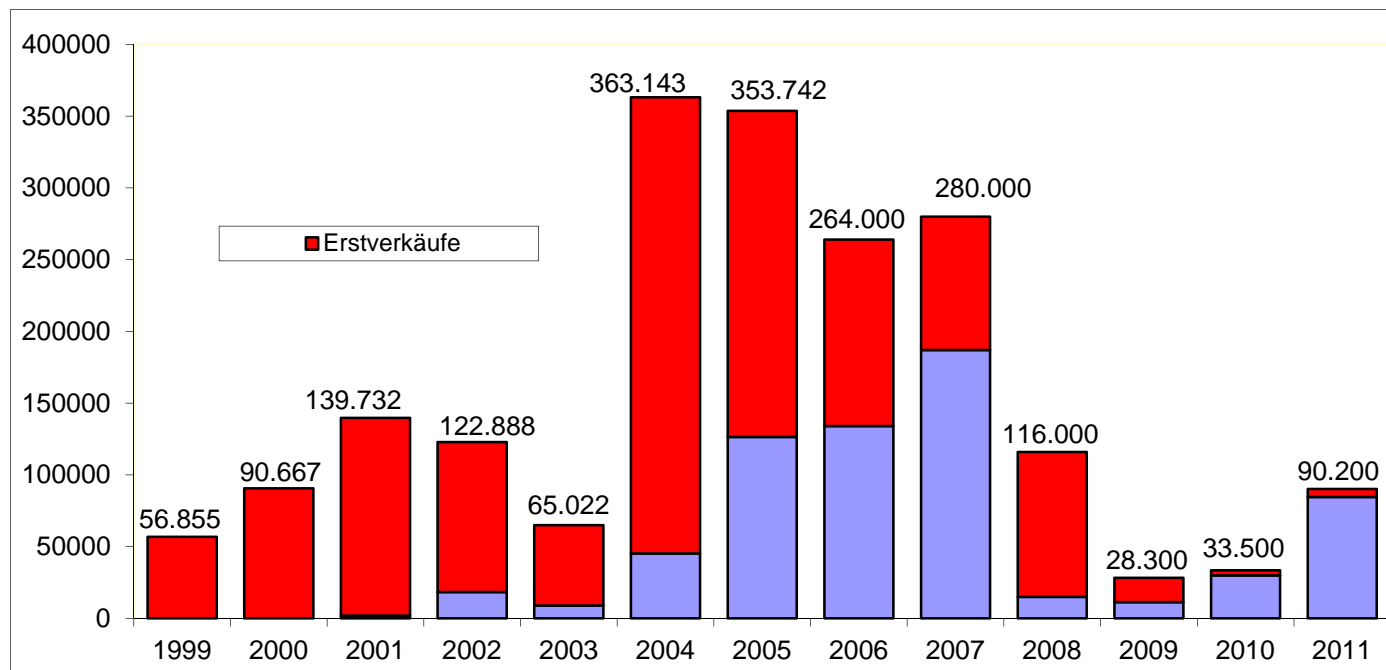
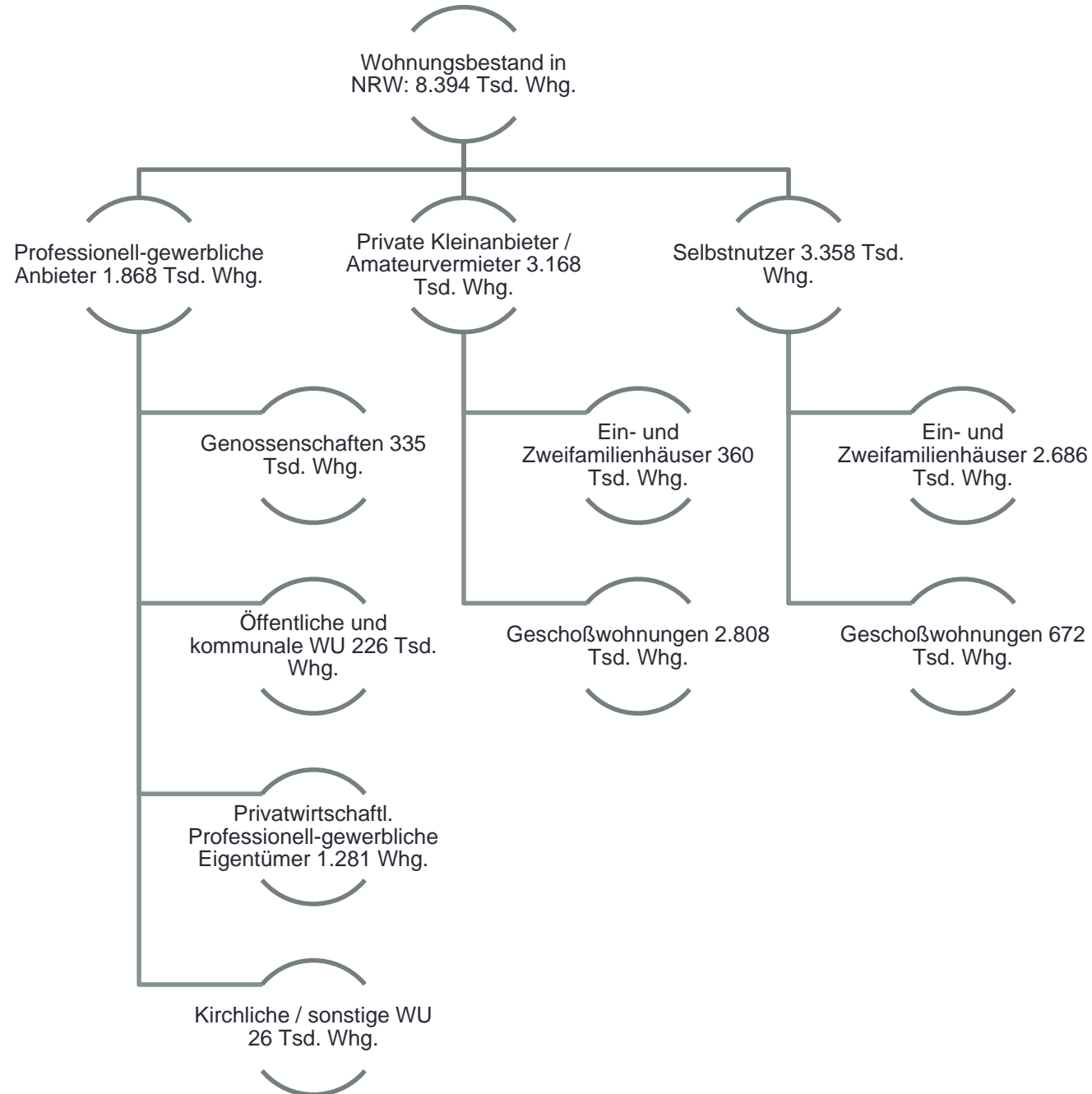


Abbildung: Verkäufe von Wohnungsportfolien mit mehr als 800 Wohneinheiten 1999-2011
Quelle: BBSR und IfS



Größere Paketverkäufe in NRW

Zeitpunkt	Verkaufsobjekt	Verkäufer	Käufer	Anzahl WE	Transaktionsvol. Mrd. €	Kaufpreis pro WE
Sep 08	LEG NRW	Land NRW	Whitehall / Goldman Sachs	93.000	3,40	36.560
Okt 06	Immeo (Thyssen Krupp)	Morgan Stanley / Corpus	Foncière des Régions	39.400	2,10	53.300
Mai 05	Viterra	E.ON	Deutsche Annington	138.000	7,00	50.725
Dez 04	RWE Systems Immobilien	RWE	Deutsche Annington	4.500	0,23	51.100
Dez 04	ThyssenKrupp Immobilien	Thyssen Krupp	Morgan Stanley / Corpus	48.000	2,10	43.750
Jul 04	Gagfah	BfA	Fortress	82.000	3,50	42.683

Tabelle: Übersicht über die für NRW bedeutsamen großen Paketverkäufe

Rahmenbedingungen für das Engagement der Finanzinvestoren

- Finanzierungshebel und Geldpolitik
- laxe Bankenregulierung: z.B. EK-Ausstattung
- Verbriefung im Schattenbanksystem
- Schwankende Risikopräferenzen im Übernahmezyklus
- Hauspreisinflation
- Wegfall der Wohnungsgemeinnützigkeit
- Pauschale Abgeltungssteuer für EK02-Bestände
- Kommunale Haushalte
- Besondere Rahmenbedingungen für die Werkwohnungsbestände
- Steuerfreiheit bei der Veräußerung von Kapitalgesellschaften

Wohnungswirtschaftliche Wertschöpfungskette

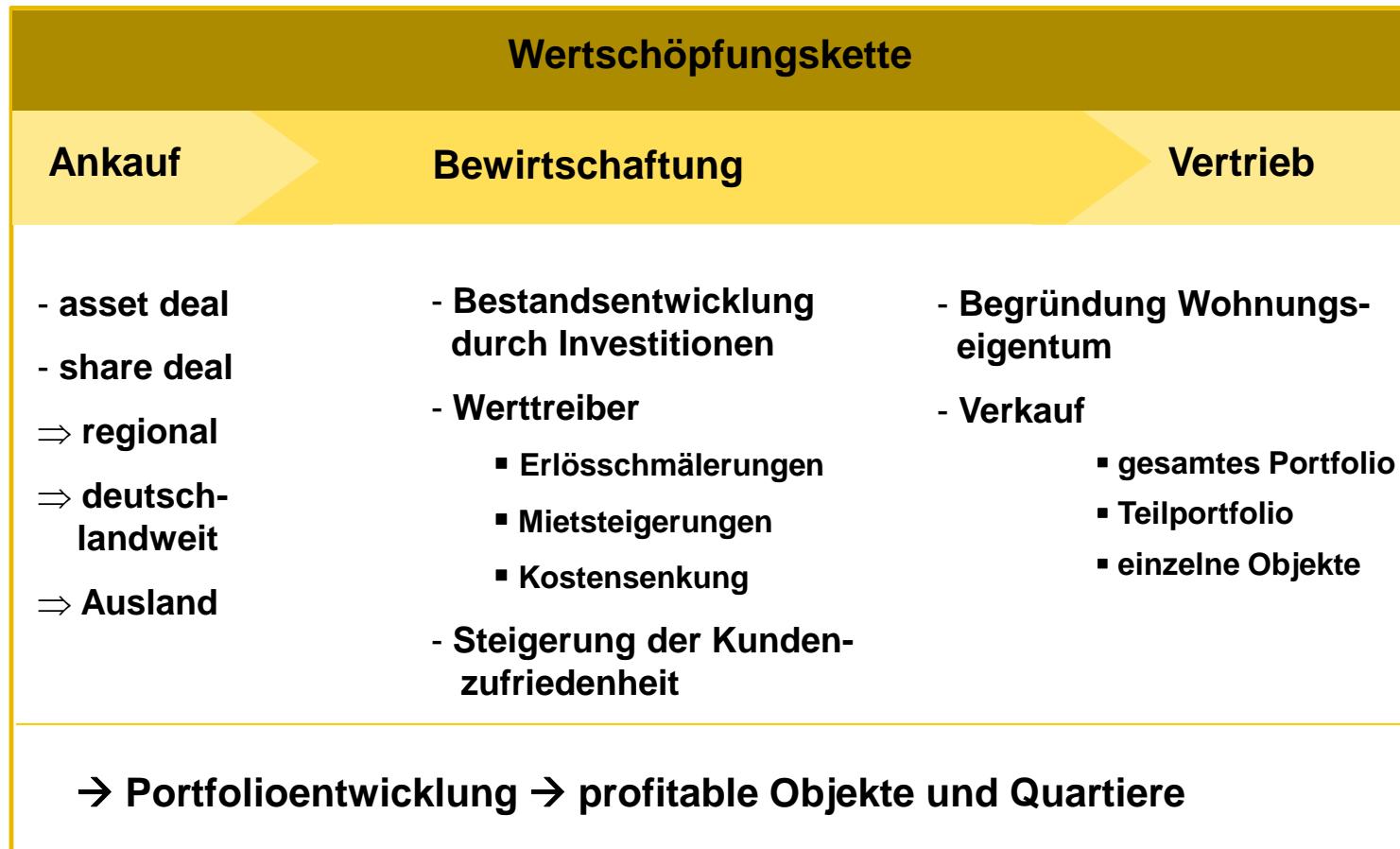


Abbildung: Wohnungswirtschaftliche Wertschöpfungskette

Optimierung der laufenden Bestandshaltung

Erläsoptimierung

Mieterhöhungen

Leerstandsabbau

Mietermix-Optimierung

Optimierung der Wohnungsverwaltung

Standardisierung von Prozessen

Bündelung von Einkaufsmacht

Zentralisierung

Personalabbau und Outsourcing

Geschäftsprozeßneugestaltung

Optimierung des Wohnungsportfolios

Senkung der Instandhaltungskosten

Fokussierung von Modernisierungen

Mietpreispolitik

Unternehmen	2006	2007	2008	2009	2010	2011
GAGFAH	4,76	4,85	4,95	5,02	5,07	5,36
Deutsche Annington	4,67	4,78	4,91	5,00	5,06	5,15
LEG		4,39	4,43	4,52	4,63	
FDL Deutschland		4,71	4,80	4,80	5,06	5,20
Deutschland	5,99	6,01	6,07	6,12	6,20	6,38

Tabelle: Entwicklung der durchschnittlichen Nettokaltmieten bei verschiedenen

Wohnungsunternehmen in Euro je m2 und Monat im Vergleich mit dem Bundesdurchschnitt

Quellen: Geschäftsberichte und BBSR-Wohnungmarktbeobachtungssystem, IDN ImmoDaten GmbH

Mietpreispolitik

Standort	NKM 2006	NKM 2011	Prozentuale Erhöhung im gesamten Zeitraum	Jahresdurch- schnittliche Erhöhung in Prozent
Berlin	4,38	4,97	13,5	2,7
Dresden	4,36	4,77	9,4	1,9
Hamburg	5,08	5,51	8,5	1,7
Köln	6,02	6,52	8,3	1,7
Bielefeld	4,2	4,54	8,1	1,6
Duisburg	4,32	4,58	6,0	1,2
Essen	5,11	5,32	4,1	0,8
Leverkusen	5,29	5,48	3,6	0,7
Dortmund	4,64	4,73	1,9	0,4

Tabelle: Entwicklung der Durchschnittsmieten (Nettokaltmieten NKM) an ausgewählten Gagfah-Standorten zwischen 2006 und 2011

Quellen: Geschäftsberichte

Leerstand und Erlösschmälerungen

Unternehmen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dt. Annington	6,3	5,7	4,2	3,9	5,9	5,1	4,3
Immeo	4,4	5,2	4,8	3,9	3,6	3,5	
LEG		2,2	2,2	k.A.	3,9	3,6	
GAGFAH	6,4	5,5	4,4	3,9	4,9	5,2	5,1

Tabelle: Leerstandsquoten in Prozent

Quelle: Geschäftsberichte

Bestandspflege und Modernisierung

Unternehmen	2007	2008	2009	2010	2011
GAGFAH	8,62	8,72	6,61	6,36	8,47
Deutsche Annington	9,83	9,73	10,00	10,35	10,81
LEG			9,06	12,78	
FDL Deutschland	6,11	5,44	5,56	5,76	5,43

Tabelle: Instandhaltungsaufwand bei verschiedenen Wohnungsunternehmen
in Euro je m² und Jahr

Quelle: Geschäftsberichte

Bestandspflege und Modernisierung

Unternehmen	2007	2008	2009	2010	2011
GAGFAH	18,53	13,60	7,96	6,76	8,57
Deutsche Annington	10,58	15,23	12,65	14,17	16,10
LEG	25,54	19,54	12,80	13,87	
Immeo	13,74	15,01	15,65		

Tabelle: Instandhaltungs- und Modernisierungskosten bei verschiedenen Wohnungsunternehmen in Euro je m² und Jahr

Quelle: Geschäftsberichte

Rolle des Performance Management

- Die unterschiedliche Rolle des Performance Managements ist Ausfluß der jeweils verfolgten Akquisitions- und Exitstrategien.
- Erzielung von Veräußerungsgewinnen im Vordergrund der Strategie
- Radikales PM erst bei drückenden Performance-Problemen oder schwindenden Hoffnungen auf passive Veräußerungsgewinne
- Aufspaltung von Immobilieneigentum, Asset- und Property-Management problematisch

Bilanzielle Schlüsselkennzahlen

Kennzahl	DAIG 2011	Gagfah 2011	LEG 2010	FDL 2011	DAIG 06-11	Gagfah 06-11	LEG 06-10	FDL 06-11
Eigenkapitalquote	20,8%	25,5%	17,9%	37,9%	16,6%	25,8%	15,2%	34,0%
Dynamischer Verschuldungsgrad	14,6	19,8	17,6	18,6	16,9	18,8	14,9	38,5
Eigenkapital- rentabilität	5,6%	2,9%	-6,9%	1,8%	5,2%	4,3%	-2,7%	0,5%
Gesamtkapital- rentabilität	4,4%	4,2%	1,1%	2,7%	3,9%	4,1%	1,8%	2,5%
Vervielfältiger	13,4	14,4	13,5	14,9	11,4	15,2	11,4	15,6
ICR	2,1	1,9	2,8	2,8	2,1	2,1	3,0	2,5

Tabelle: Schlüsselkennzahlen 2011 und Jahresdurchschnitt 2006-2011 im Vergleich für die vier großen Plattformen

^[1] Bilanzielles Fremdkapital / Cash flow.

^[2] Bereinigtes Ergebnis / Bilanzielles Eigenkapital.

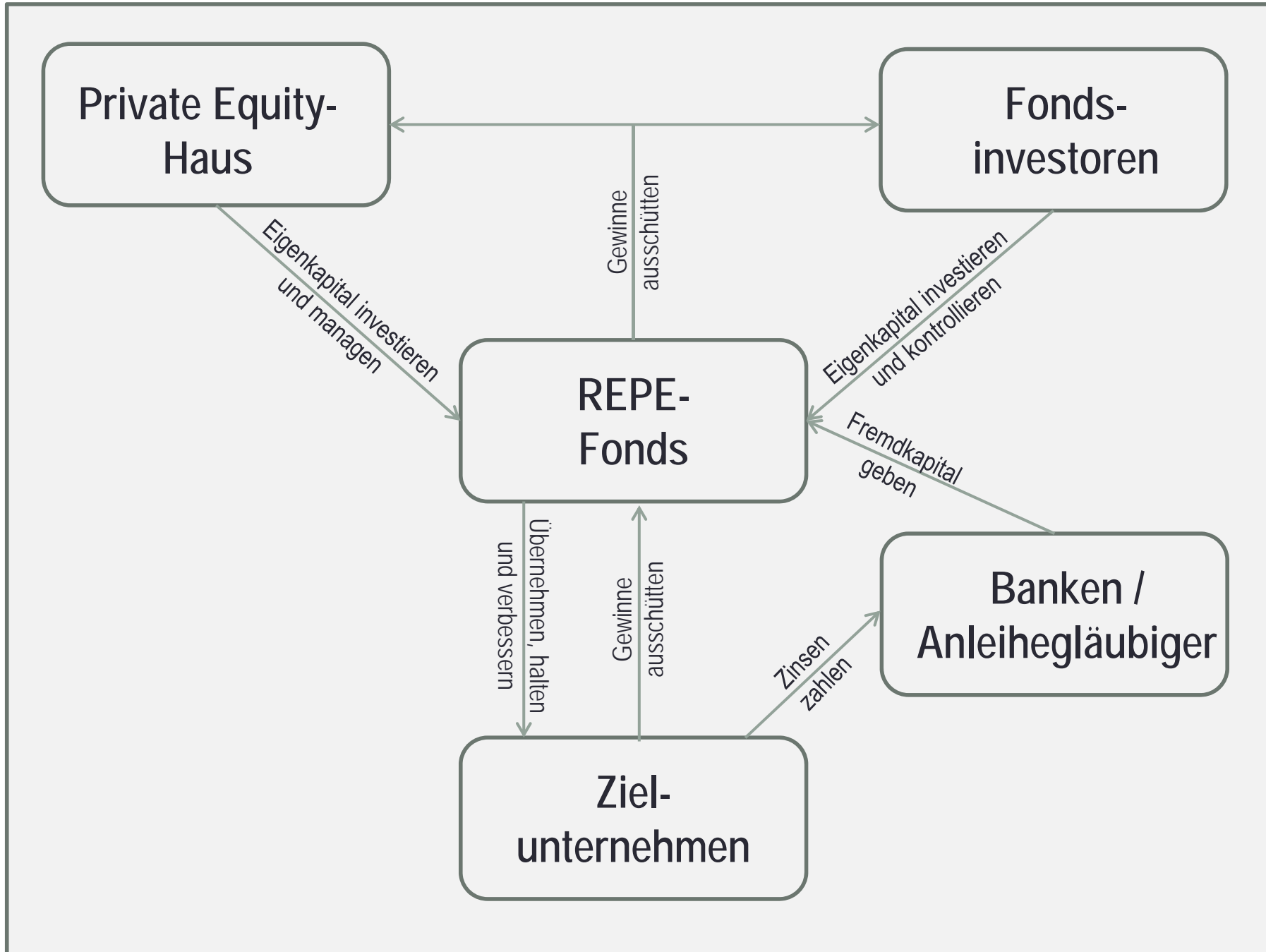
^[3] (Bereinigtes Ergebnis + Zinszahlungen) / Bilanzsumme.

^[4] Wert der Investment Properties / Nettokaltmiete.

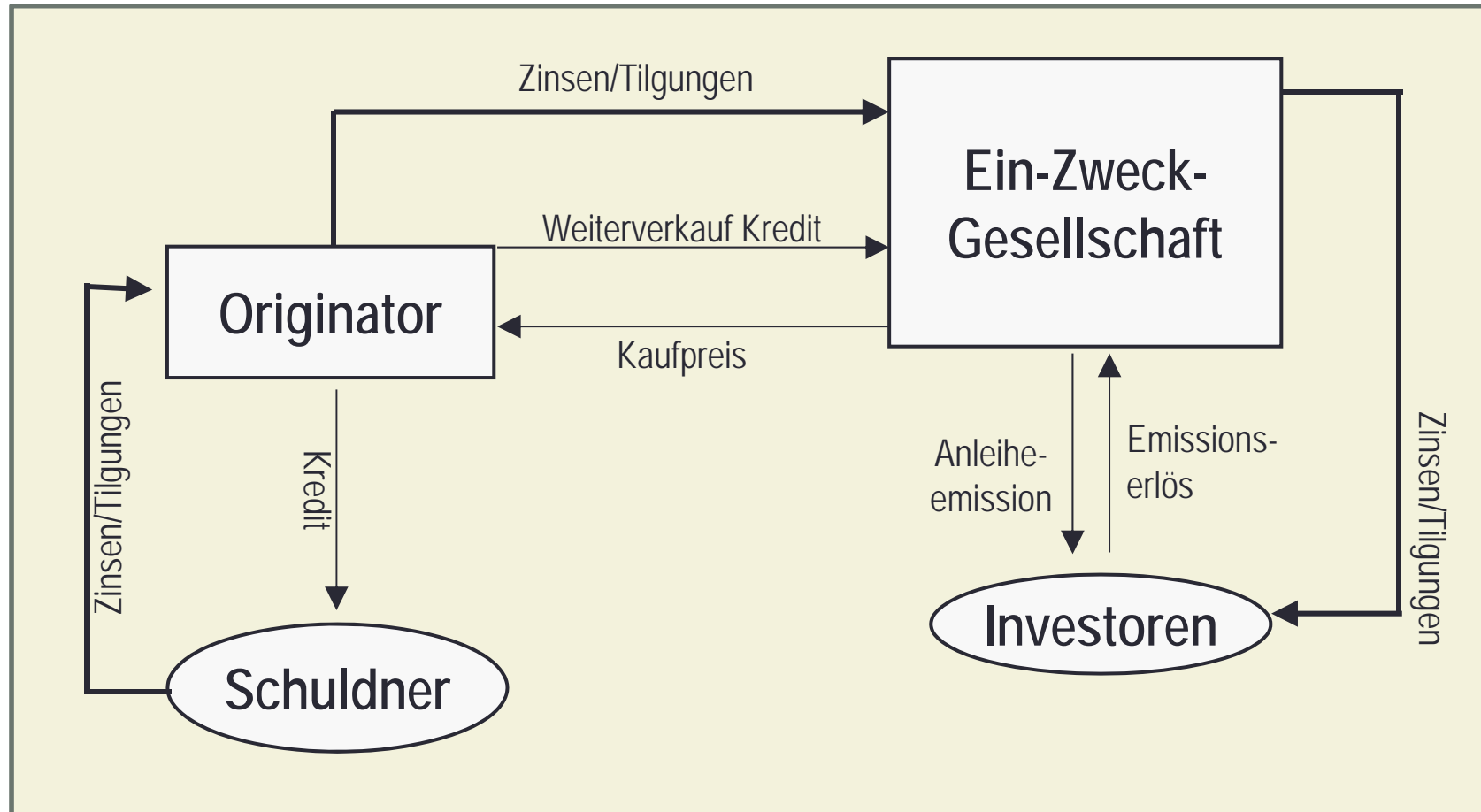
^[5] Interest Cover Ratio (ICR): Der Zinsdeckungsgrad ist das Verhältnis die Nettomietelerlöse (Net Cold Rent NCR) zu den laufenden Zinszahlungen.

Exit-Strategien

Komplettverkauf	Verkauf des gesamten Wohnungsunternehmens / -bestands
Beteiligungsverkauf	Einstieg eines weiteren Investors Verkauf von Tochtergesellschaften
Block- / Portfolioverkäufe	Teilverkäufe bzw. Verkauf von Wohnungspaketen
Einzelobjektverkäufe	opportunistisch oder zur Portfoliobereinigung
Mieterprivatisierungen	Begründung von Wohnungseigentum oft hohe Gewinnmargen
Börsengang (IPO)	Umwandlung in AG und Plazierung an der Börse Gelegenheitsfenster
Immobilienfonds	Auflegen von offenen oder geschlossenen Immobilienfonds für Teilportfolios



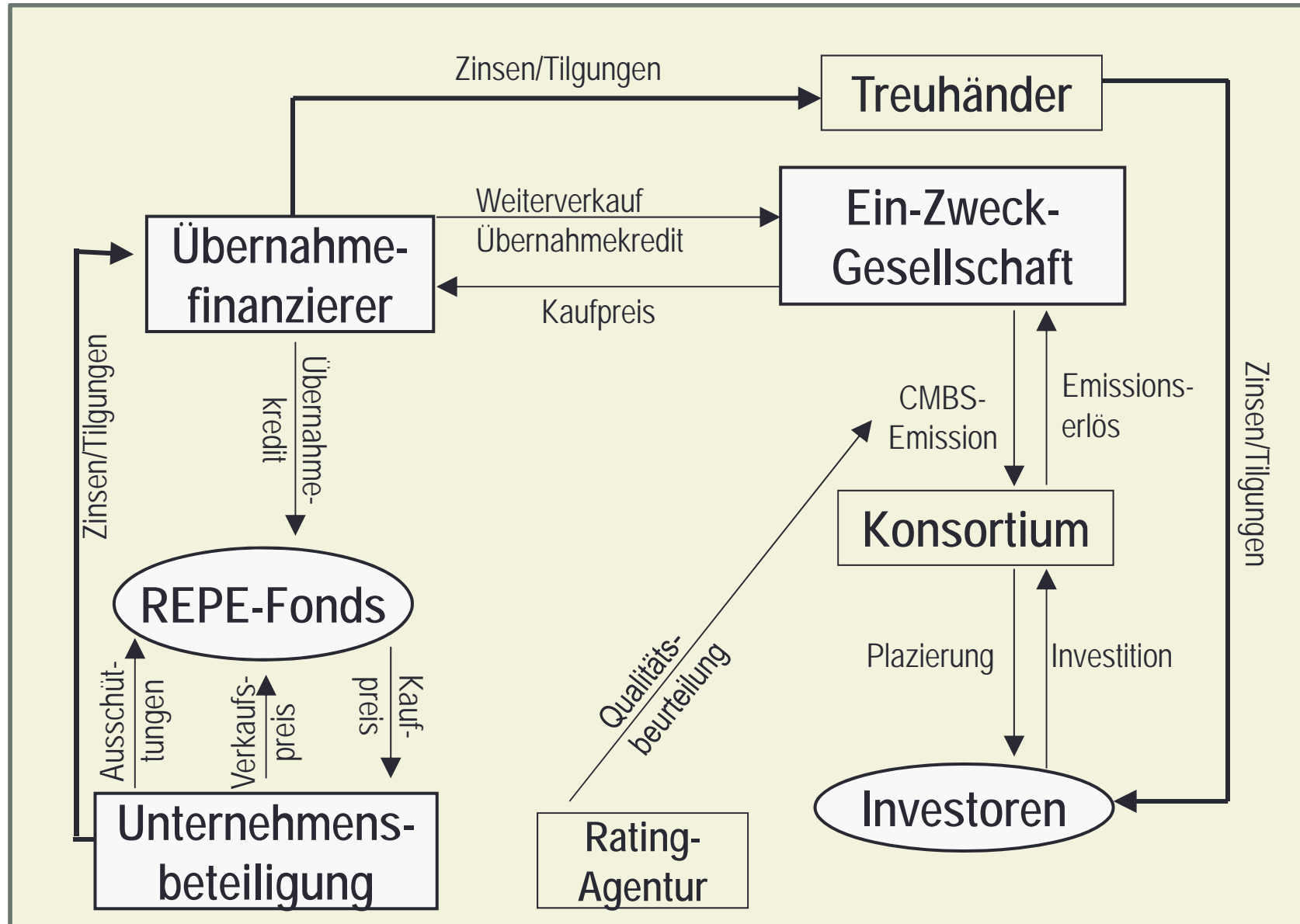
Grundstruktur einer Verbriefung



Warum wird verbrieft?

- Kostenerwägungen: niedrigere Zinssätze
- Flexibilität von Verbriefungen: bspw. schrittweise Amortisation durch Immobilienverkäufe
- „Alternativlos“ angesichts von Größe und Risiken der zu finanzierenden Transaktion

Prinzipal-Verbriefung



Rolle der Covenants

- Klauseln, die den Kreditnehmer verpflichten, bestimmte finanz- oder wohnungswirtschaftliche Kennzahlen einzuhalten
- dienen der Absicherung der Kreditgeber / Anleiheinvestoren
- Einfluß auf die Bonitätsbeurteilungen der Ratingagenturen
- Eingriff in die Autonomie des Fondsmanagements
- Drei Arten von Covenants werden unterschieden:
 - Financial Covenants: Diese stellen auf das Verhältnis des Cash flows zum Schuldendienst ab. Sie dienen als Performance-indikatoren und Frühwarnsystem für mögliche Kreditausfälle.
 - Non-financial Covenants
 - Information Covenants

Refinanzierungsrisiken

- Prolongations- und Zinsänderungsrisiken
- Verbriefungsmärkte frieren zeitweise völlig ein. Oder auch nur die Märkte für Großverbriefungen.
- Die Gelegenheitsfenster öffnen und schließen sich tendenziell gleichzeitig: Genau dann, wenn Verbriefungen als Finanzierungsquelle ausfallen, sind auch Bankkredite und frisches Beteiligungskapital in der Regel nur schwer erhältlich.
- Ein großer Teil der mit deutschen Wohnimmobilien besicherten Großverbriefungen einschließlich der Annington-Verbriefung GRAND wurde gleichzeitig im Jahr 2013 fällig.

Refinanzierungsszenarien

Szenario Nummer	Portfolioqualität	Immobilienpreisentwicklung	Liquide und risikofreudige Kapitalmärkte	Balloon risk	Risikoklasse
A1	gut	steigend	JA	NEIN	A
B1	schlecht	steigend	JA	NEIN	B
B2	gut	fallend	JA	NEIN	B
B3	gut	steigend	NEIN	NEIN	B
B4	gut	steigend	JA	JA	B
C1	schlecht	fallend	JA	NEIN	C
C2	schlecht	steigend	NEIN	NEIN	C
C3	gut	fallend	NEIN	NEIN	C
C4	gut	steigend	NEIN	JA	C
C5	schlecht	steigend	JA	JA	C
C6	gut	fallend	JA	JA	C
D1	schlecht	fallend	JA	JA	D
D2	schlecht	fallend	NEIN	NEIN	D
D3	schlecht	steigend	NEIN	JA	D
D4	gut	fallend	NEIN	JA	D
E1	schlecht	fallend	NEIN	JA	E

Tabelle: Risikobewertung verschiedener Refinanzierungsszenarien

Worin unterscheiden sich die neuen Investoren von den altbekannten?

- Kombiniertes Einsatz der verschiedenen Werttreiber bis ans Limit
- Risikobereitschaft und Finanzierungsmodelle: nicht selten haarsträubende Fehlinvestitionen
- nicht selten „Bewirtschaftung auf Sparflamme“
- Exitorientierung: Mieterprivatisierung und sonstige Verkäufe als vorgezogene Exitbausteine
- permanenter Druck auf die Angestellten

REPE: Negative Begleiterscheinungen

- Mehrfache Eigentümerwechsel in kurzen Zeitabständen
- Die besondere Finanzierungstechnik erhöht die Krisen- und Insolvenzwahrscheinlichkeit.
- radikal-experimentelle Geschäftsprozeßoptimierungsversuche und permanente Organisationsreformen
- Selektiveres und unstetigeres Investitionsverhalten: Risiko einer deutlichen Qualitätsverschlechterung der Bausubstanz
- Outsourcing zu Lasten der Servicequalität
- Risiko einer Zersplitterung der Eigentümerstrukturen: Koordinationsproblematik und unprofessionelle Käufer
- Entpersönlichung und Anonymisierung des Vermietungsgeschäfts
- operative Flexibilität im Geschäftsmodell angelegt: sind immer für Überraschungen gut

Das unternehmerische Risiko in der Wohnungswirtschaft



Verkauf an Finanzinvestoren als ergebnisoffener Transformationsprozeß

- Auf der Plattformebene beinahe durchweg unternehmerische Mißerfolge
- aber nicht gleichbedeutend mit Verlusten für die Fondsinvestoren
- Verkauf an Finanzinvestoren → hohes Risiko des Substanzverzehrs für die verkauften Unternehmen
- i.d.R. grundlegende Transformation der übernommenen Portfolios und Organisationsstrukturen
- Verkauf an derartige Investoren in seinen Konsequenzen nicht einschätzbar.

Was droht, wenn politisch nicht gehandelt wird?

- Ausdifferenzierung der Bestandsqualitäten nach der Zahlungsfähigkeit der Mieter.
- Die Initiatoren verfolgen weiterhin flexibel ihre Exitstrategien.
- Die eine oder andere Plattform wird insolvent.
- Weitere Zersplitterung der Eigentümerstrukturen.
- Wachsende Bedeutung unprofessioneller Vermieter.
- Wohnungspolitik = täglicher Kleinkrieg der Kommunen mit unfähigen / unwilligen Investoren
- zukünftige Herausforderungen in den Bereichen Stadtentwicklung, Quartiersmanagement, Integration von Minderheiten, Klimaschutz, altengerechtes Wohnen mit unprofessionellen Vermietern kaum zu bewältigen