

REMI

REAL ESTATE MANAGEMENT INSTITUTE



Finanzierung unterschiedlicher Unternehmensstrategien im Wohnimmobilienbereich – und deren Konsequenzen

Prof. Dr. Nico Rottke MRICS

Executive Director

Aareal Professur Real Estate Banking

Real Estate Management Institute

European Business School



I. Wohnungswirtschaft und Immobilienfinanzierung

- a. Status quo der Wohnungswirtschaft
- b. Problemfelder
- c. Theoretische Herleitung des aktuellen Interesses

II. Ausgewählte Finanzierungsstrategien auf Portfolio- und/oder Unternehmensebene

- a. Grundsätzliche Überlegungen
- b. Partizipierende Darlehen: SAM (Shared Appreciation Mortgage)
- c. Hybride Finanzierung: Debt vs. Equity Mezzanine Financing
- d. Beteiligungsfinanzierung durch externes Eigenkapital: Real Estate Private Equity
- e. Beteiligungsfinanzierung durch Börsengang: börsennotierte Immobilienvehikel (Immobilien AGs / REITs)

III. Fazit – die Konsequenzen

a. Status quo der Wohnungswirtschaft

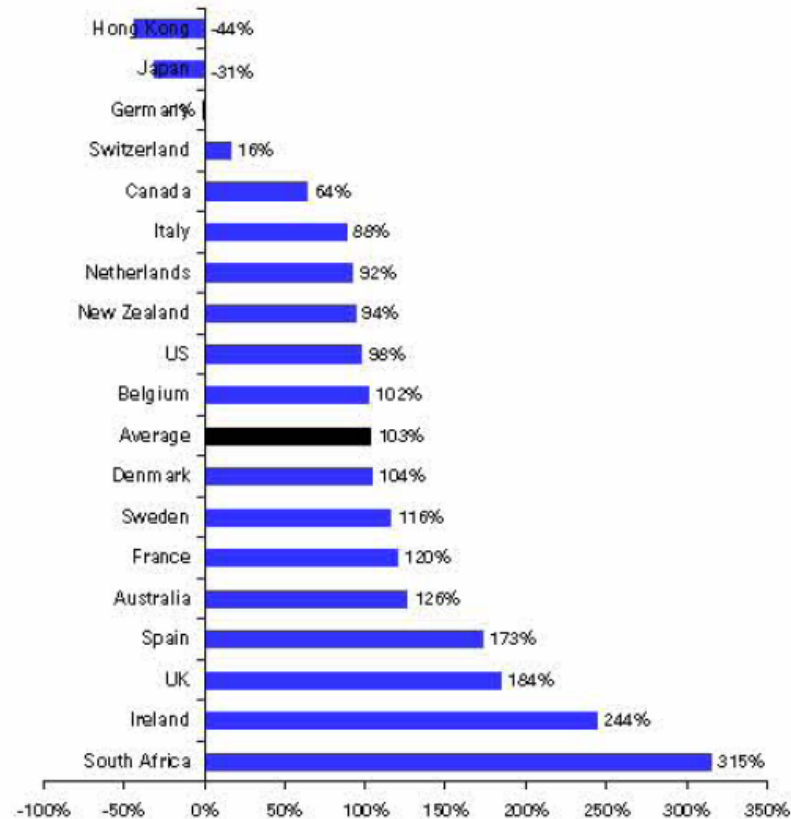


- **Umbruchsituation des Marktes**
- **Fehlende Subventionen für öffentlichen Wohnungsbau**
- **Abschaffung der Eigenheimzulage**
- **Kommunale vs. kapitalmarktorientierte Wohnungsunternehmen** (Fremdkapitalhebel)
- **Trends**
 - **Kapitalmarktinteraktion auf Eigen- und Fremdkapitalseite**
 - **Nutzen von Privatem Beteiligungskapital (REPE)**
 - **Auftreten strategischer Investoren (Post-REPE)**
 - **Europäische Konsolidierung**

a. Status quo der Wohnungswirtschaft



Internationale Hauspreisveränderungen von 1997-2006

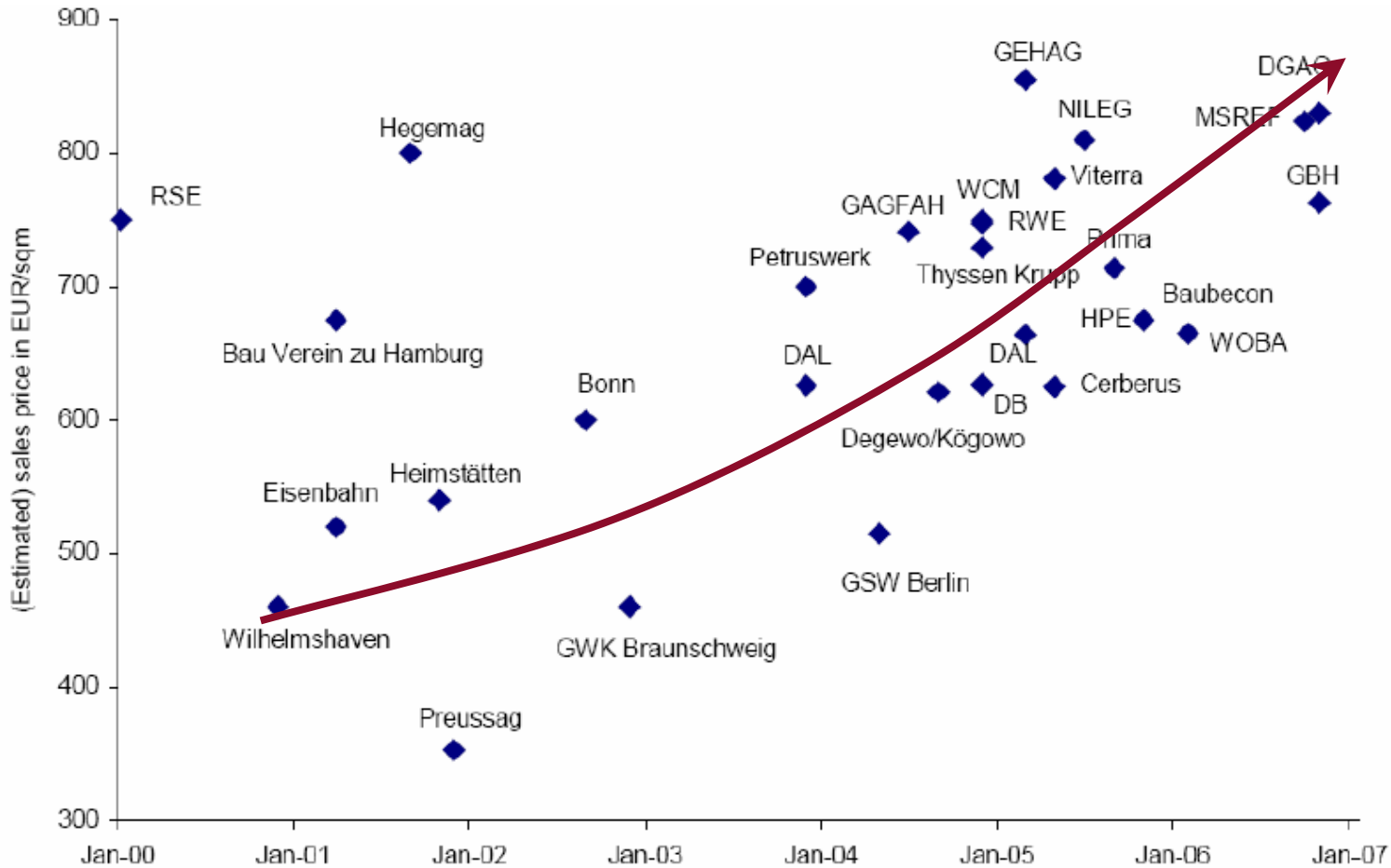


Source: The Economist, ABSA, Bulstat, ESR, Japan Real Estate Institute, Mitrovic & Morison, NVM, OPHED, Quotable Value, Statistik, Swiss National Bank, Government Offices. % change is based on Q2 2006 data, where available, otherwise based on end of 2005 data.

a. Status quo der Wohnungswirtschaft



Quadratmeterpreise der Transaktionen

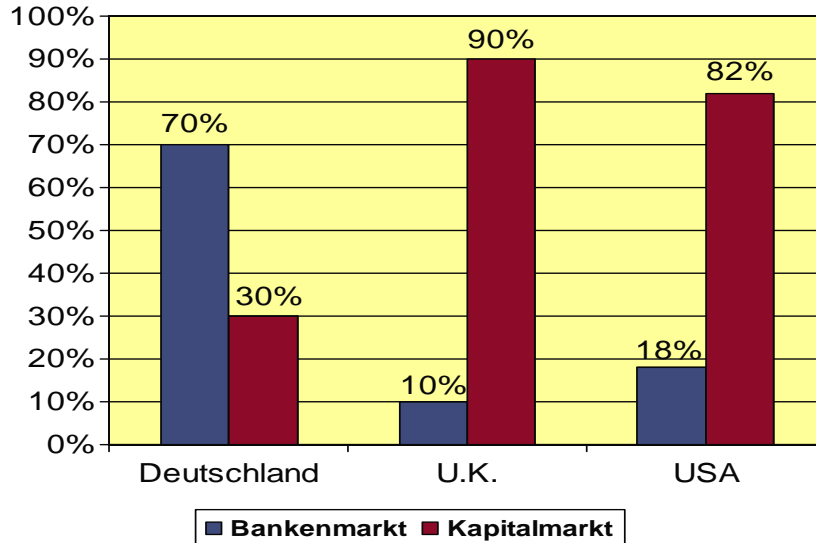


Quelle: Simon (2006)

b. Kreditvergabe der Banken

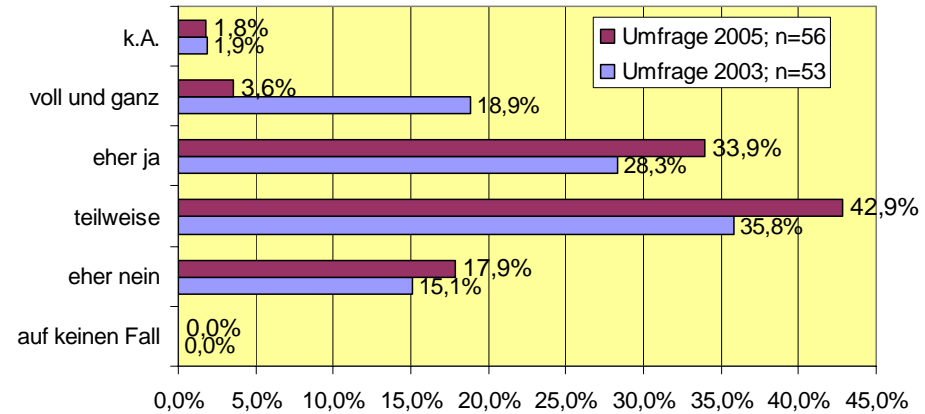


Bankenkredite vs. Kapitalmarktfinanzierung



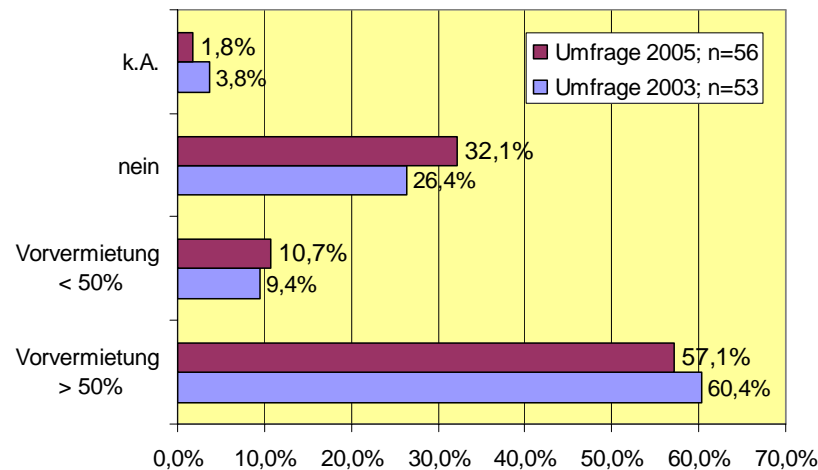
Hagen (2002), S. 41.

Verstärkung prozyklischen Kreditvergabeverhaltens?



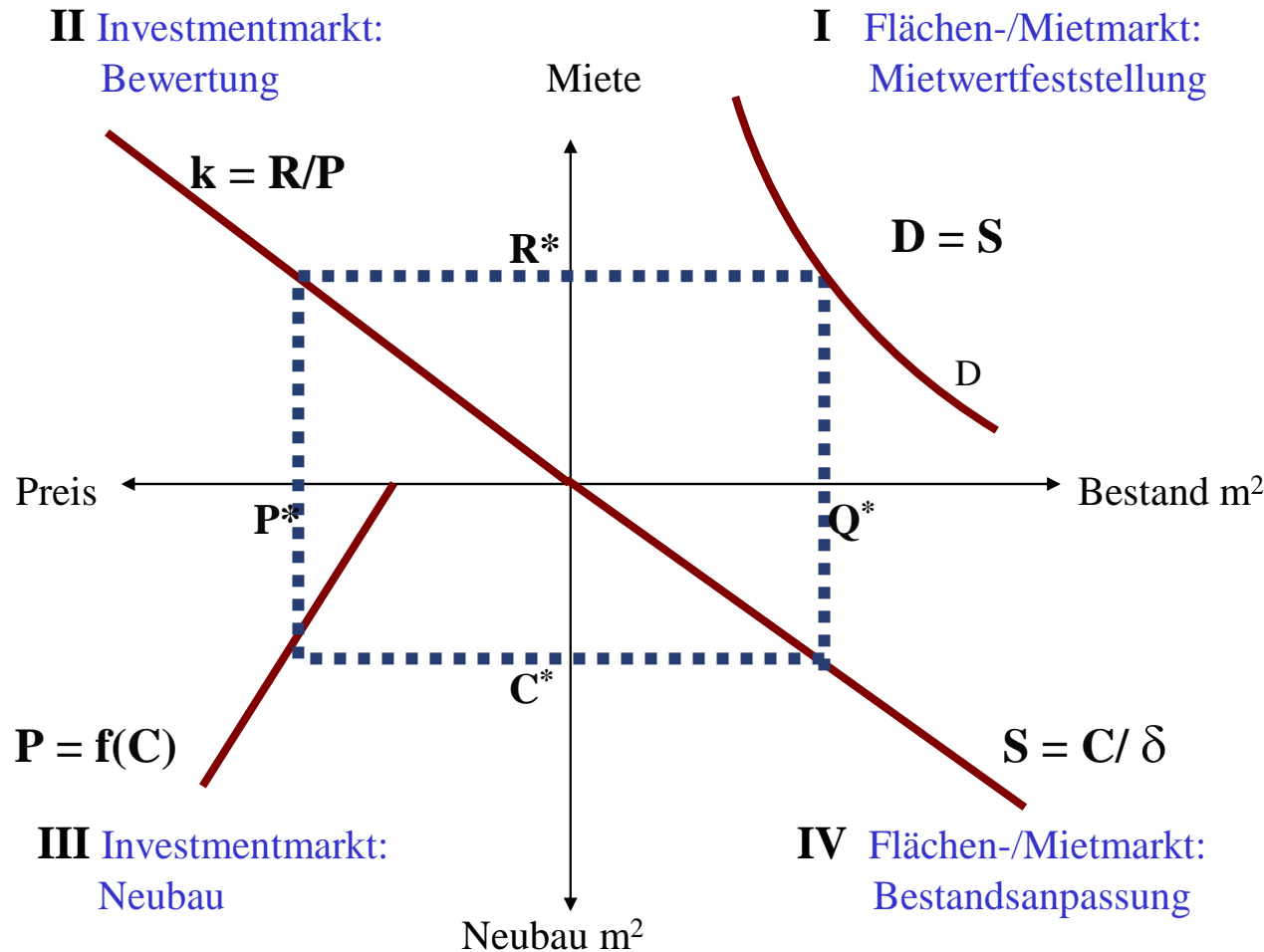
Rottke (2005): Banken-Studie

Finanzierung von Projektentwicklungen



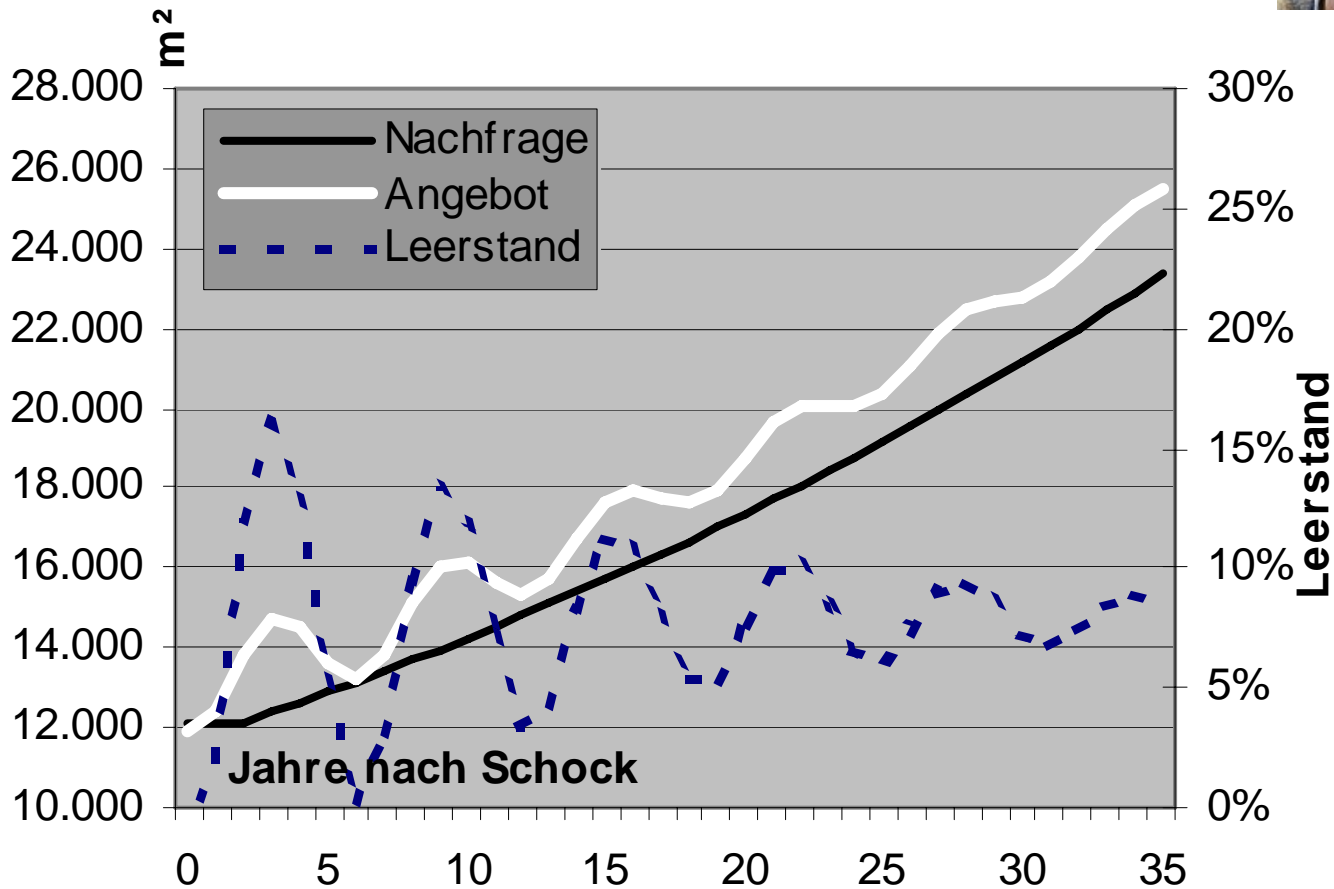
Rottke (2005): Banken-Studie

b. Zyklen in Immobilienmärkten



- Endogene Ursachen**
- Absorptions-Lag
 - Entscheider-Lag
 - Konstruktions-Lag
- Exogene Ursachen**
- Konjunktur
 - Strukturveränderungen
 - Einmalschocks

b. Modellierung nach Kummerow



↑ Integration Angebotsverzögerung ↓

Eine Transaktion wird gekennzeichnet durch
Spezifität, (Unsicherheit und Häufigkeit)

Spezifität: Einmaligkeit und Nicht-Austauschbarkeit eines Gutes oder einer
Leistung. (*Williamson*)

Hohe Spezifität (Hierarchie)

- Nur ein Angebot
- Motivationsproblem, da keine Vergleichbarkeit
- Vertragskündigung = unglaubliche Drohung
- Lock-in einer oder beider Parteien führt zu hold-up
- Aneignung der Quasi-Rente: Differenz zwischen erzielbarem Preis und dem Preis der nächstbesten Verwendung

Geringe Spezifität (Markt)

- Wahl zw. homogenen Angeboten
- Bereitstellung gesichert
- Suche nicht aufwändig
- Angebote vergleichbar (kein Messproblem)
- Motivationsproblem durch Wettbewerb gelöst (Ersatzunternehmen)

c. Theoretische Herleitung des Interesses

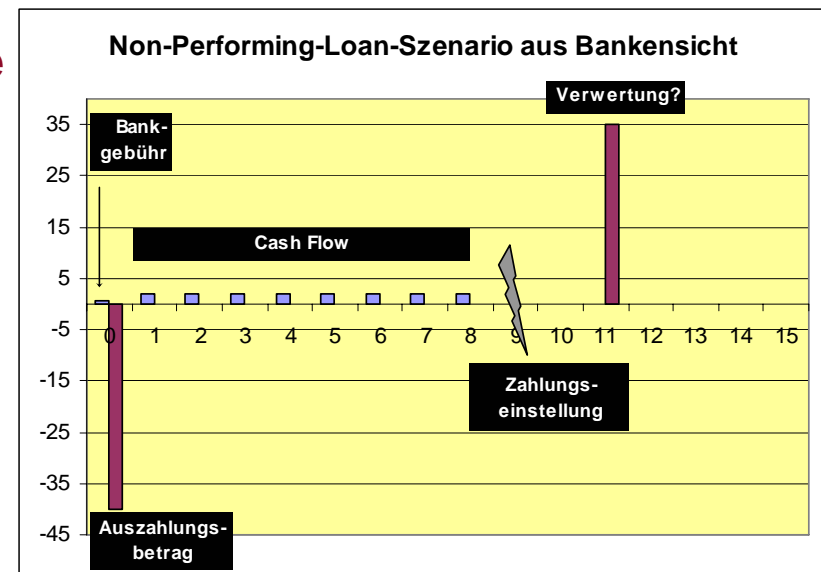
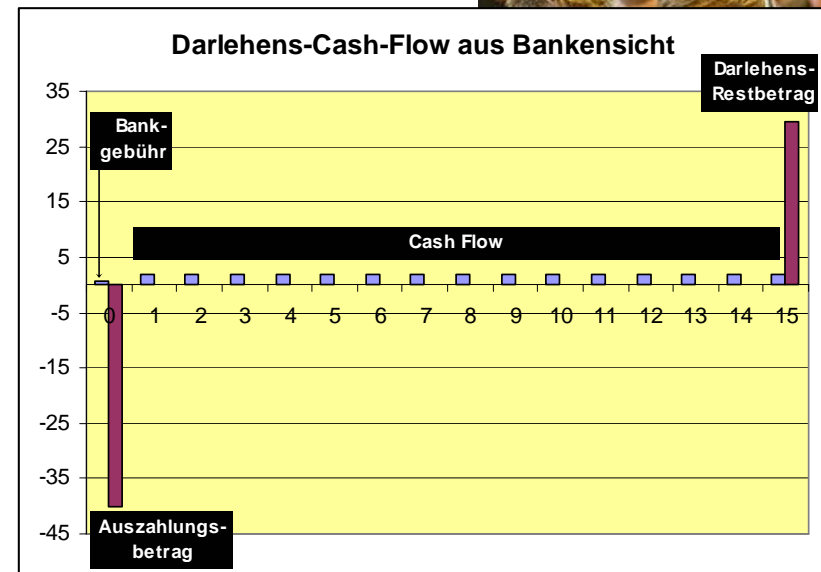
Hier: drei Arten der Spezifität:

- Humankapitalspezifität (Problemkredit-Management: Know-how)
- Sachkapitalspezifität (typologische Drittverwendungsfähigkeit)
- Standortspezifität (Lage)

→ **Je höher die Spezifität, desto weniger besteht die Möglichkeit, den Faktor einer anderen Nutzung zuzuführen, ohne große Verluste in Kauf nehmen zu müssen.**

Marktlösung bei niedriger Spezifität, d.h. Verkauf möglich.

Hierarchielösung bei hoher Spezifität, d.h. Selbstbearbeitung (Abschläge am Markt wären zu hoch; alternativ: Garantieleistungen).





Immobilienbrief der FAZ vom 23.3.2007

Walter Klug (Morgan Stanley Real Estate Investment) empfiehlt offenen Immobilienfonds, sich im Rahmen der Investitionsstrategie künftig intensiver mit Wohnimmobilien zu befassen.

Ein höherer Wohnimmobilienanteil, der durchaus 20% des Portfolios erreichen könne, ermögliche eine Stabilisierung der Rentabilität der Fonds durch verbesserte Risikostreuung und kontinuierliche Cashflows.

Zudem reagiere der Wohnimmobilienmarkt im Vergleich zu den Gewerbeimmobilienmärkten weniger konjunktursensibel.



I. Wohnungswirtschaft und Immobilienfinanzierung

- a. Status quo der Wohnungswirtschaft
- b. Problemfelder
- c. Theoretische Herleitung des aktuellen Interesses

II. Ausgewählte Finanzierungsstrategien auf Portfolio- und/oder Unternehmensebene

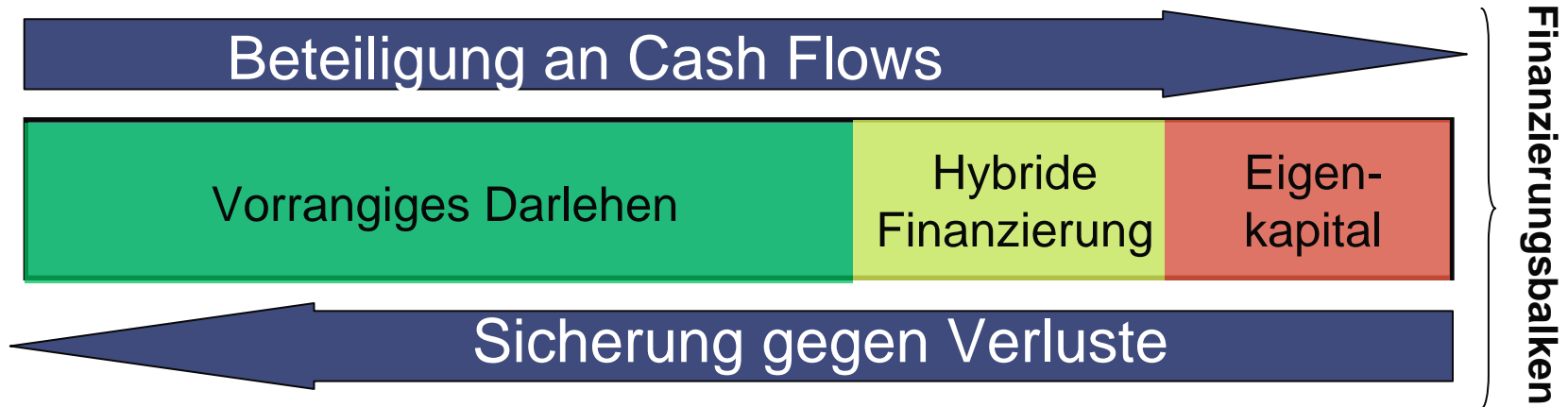
- a. Grundsätzliche Überlegungen
- b. Partizipierende Darlehen
- c. Hybride Finanzierung: Debt und Equity Mezzanine Financing
- d. Beteiligungsfinanzierung durch externes Eigenkapital: (Real Estate Private Equity)
- e. Beteiligungsfinanzierung durch Börsengang: börsennotierte Vehikel (Immobilien AGs / REITs)

III. Fazit – die Konsequenzen



„Innovative“ Immobilienfinanzierung

(Projektfinanzierung * Cash-Flow-Related-Lending * Off-Balance-Sheet-Financing * Risikoteilung)



- | | | |
|---|--|---|
| <ul style="list-style-type: none">• Anspruch auf konstante Zahlungen• Steuerlich absetzbar• Erstrangige Besicherung (Erster Zugriff)• Planmäßige Rückzahlungen• Kein oder begrenzter Einfluss auf das Management (keine Stimmrechte)• Zins und Tilgung | | <ul style="list-style-type: none">• Überschussforderung (Profite)<ul style="list-style-type: none">• Steuerlich nicht absetzbar |
| | | <ul style="list-style-type: none">• Nachrangige Besicherung, d.h. volle Haftung<ul style="list-style-type: none">• unplanmäßige Rückzahlungen |
| | | <ul style="list-style-type: none">• Einfluss auf das Management (Stimmrechte)<ul style="list-style-type: none">• Kein Zins oder Tilgung |

b. Partizipierende Darlehen



- Partizipierende Darlehen in der Form:
 - * Teilhabe auf Cash-Flow-Niveau
 - * Teilhabe auf Verkaufsniveau („SAM“)
- Erstrangiges Darlehen auf Immobilie
- Kreditzins unterhalb dem Marktzinssatz für den gleichen Beleihungswert
- Keine Reinertrags-, sondern Wertsteigerungsbeteiligung (=höheres Risiko)
- Unterstellte Beteiligung an der Wertsteigerung der Immobilie nach 5 Jahren im Verhältnis 10% (Darlehensgeber) und 90% (Investor)
- Ziel: Geringe Zahlungen zu Beginn (Darlehensnehmer)
sowie Inflationsabsicherung und Erfolgsbeteiligung (Bank)

Annahmen in der Übersicht „SAM“:

Beleihungswertgrenze (Annuitätendarlehen)	80%
Kreditzins	7%
Laufzeit in Jahren	25
Zinsfestschreibung in Jahren	5
Beteiligunserlös der Bank	10%



“Shared Appreciation Mortgage”

	0	1	2	3	4	5	6
Eigenkapital	-20.000.000						
Leerstandrate	---	40,0%	35,0%	30,0%	15,0%	5,0%	5,0%
Reinertrag	2,5%	0	7.920.000	8.794.500	9.707.775	12.082.713	13.841.814
Kapitaldienst	0	-6.864.841	-6.864.841	-6.864.841	-6.864.841	-6.864.841	-6.864.841
BTCF	0	1.055.159	1.929.659	2.842.934	5.217.871	6.976.972	
Verkaufserlös							115.000.000
Ausstehendes Darlehen							-72.726.227
Buchwert @ linearer Abschreibung von 2%							-90.392.080
Bank-Beteiligung							-2.460.792
Gesamt	-20.000.000	1.055.159	1.929.659	2.842.934	5.217.871	46.789.953	
Saldo Beginn	80.000.000	80.000.000	78.735.159	77.381.778	75.933.661	74.384.176	
Zinszahlung	0	5.600.000	5.511.461	5.416.724	5.315.356	5.206.892	
Tilgung	0	1.264.841	1.353.380	1.448.117	1.549.485	1.657.949	
Schuldendienst	0	6.864.841	6.864.841	6.864.841	6.864.841	6.864.841	
Saldo Ende	0	78.735.159	77.381.778	75.933.661	74.384.176	72.726.227	
Abschreibung	100.000.000	98.000.000	96.040.000	94.119.200	92.236.816	90.392.080	

BTIRR_{investor} 26,39%



- Unbesichertes Fremdkapital – **KEIN** Rückgriff auf die Immobilie
- Kreditzins höher als Marktkonditionen für besichertes Fremdkapital (die Zinsrate hängt vom wahrgenommenen Risiko ab)
- Schließt die Finanzierungslücke zwischen erstrangigem oder zweitem Darlehen und Eigenkapital (bis zu 90% des Beleihungswertes)
- **Zwei Alternativen:**
 - Unbesichertes Darlehen mit hoher Verzinsung (Nachrangig zu anderem Fremdkapital, aber vorrangig zu Eigenkapital)
 - Unbesichertes Darlehen mit **Equity Kicker** (Geringere Verzinsung als in Alternative 1, aber zusätzlicher Ertrag über eine Teilhabe am Gewinn)
- Ziel des Darlehensnehmers: Höherer Darlehensanteil --> Schließung der Finanzierungslücke (im Fall von nur wenig vorhandenem Eigenkapital)
- Ziel des Darlehensgebers: Höherer Ertrag aufgrund des höheren Risikos, mögliche Teilhabe am Erfolg der Immobilie



„Annahmen in der Übersicht ‘equity mezzanine’”

- **Standardkonditionen
für 1. und 2. Tranche**

- **Unbesicherte
Mezzanine-Tranche**

- * KEIN Verwertungsrecht
- * Endfälliges Darlehen
- * Bis zu 90% des Beleihungswertes
- * Kreditzins: 10%
- * Laufzeit: 5 Jahre
- * 20 % CF+Gewinnbeteiligung

Kaufpreis	100.000.000 EUR
Miete/m ² /Monat	22 EUR
Mietfläche	50.000 sqm
Verkaufspreis	115.000.000 EUR

Erstrangiges Darlehen

Beleihungswert Erstrang (Annuitätendarlehen)	60%
Kreditzins	6%
Laufzeit in Jahren	25
Zinsfestschreibung in Jahre	5

Zweitrangiges Darlehen

Beleihungswert Zweitrang (Annuitätendarlehen) bis zu	75%
Nachrangiges Darlehen Finanzierung Tranche	15%
Kreditzins	9%
Laufzeit in Jahre	10
Zinsfestschreibung in Jahre	5

Mezzanine Finanzierung (keine Besicherung)

Beleihungswert Mezzanine bis zu	90%
Mezzanine Finanzierung Tranche	15%
Mezzanine Finanzierung (nur Zinsen)	10%
Laufzeit in Jahre	5
Beteiligung am (positiven) CF und Erlösen	20%

Anteil des Eigenkapitalinvestors an der Gesamtfinanzierung 10%

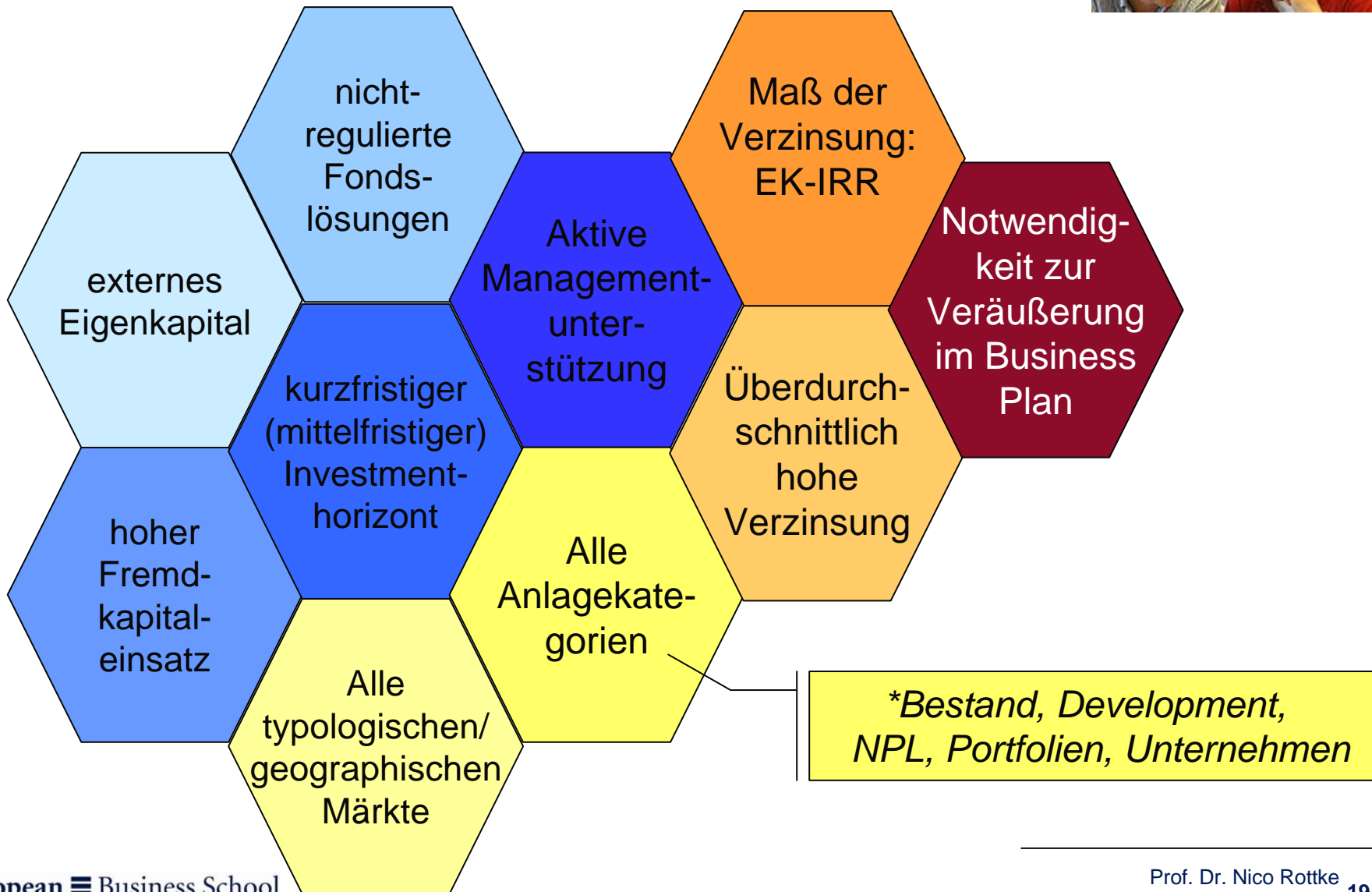
c. Hybride Finanzierung



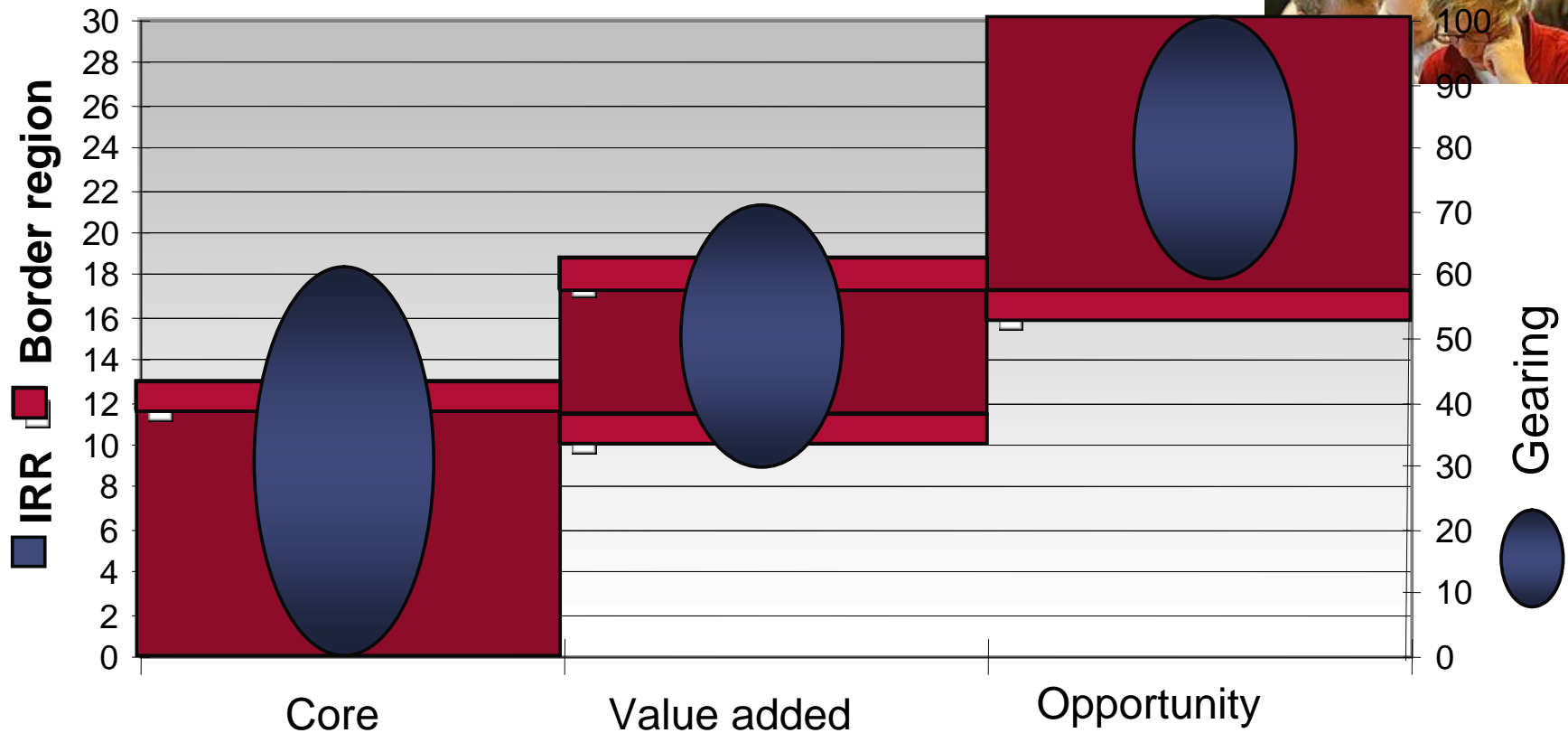
	0	1	2	3	4	5	6	
Equity	-10.000.000							
Leerstandsrate	---	40,0%	35,0%	30,0%	15,0%	5,0%	5,0%	
Reinerlös	2,5%	0	7.920.000	8.794.500	9.707.775	12.082.713	13.841.814	14.187.859
Kapitaldienst Erstrang. Darlehen	0	-4.693.603	-4.693.603	-4.693.603	-4.693.603	-4.693.603	-4.693.603	
Kapitaldienst Nachrang. Darlehen	0	-2.337.301	-2.337.301	-2.337.301	-2.337.301	-2.337.301	-2.337.301	
Mezz.-Finanzierung (nur Zinsen)	0	-1.500.000	-1.500.000	-1.500.000	-1.500.000	-1.500.000	-1.500.000	
BTCF	0	-610.904	263.596	1.176.871	3.551.808	5.310.909		
Verkaufserlös						115.000.000		
Ausstehend. Darlehen Erstrang						-53.835.258		
Ausstehend. Darlehen Nachrang						-9.091.287		
Ausstehend. Mezz.-Darlehen						-15.000.000		
Verkaufserlös						37.073.455		
(Positive) CF-Beteiligung des MZ-Gebers		0	-52.719	-235.374	-710.362	-1.062.182		
Gewinn der Beteiligung des MZ-Gebers						-7.414.691		
Nettoverkaufserlös						29.658.764		
Summe	-10.000.000	-610.904	210.876	941.496	2.841.447	33.907.491		

	0	1	2	3	4	5	6
Erstrangiges Darlehen							
Saldo Beginn	60.000.000	60.000.000	58.906.397	57.747.178	56.518.405	55.215.906	
Zinszahlung	0	3.600.000	3.534.384	3.464.831	3.391.104	3.312.954	
Tilgung	0	1.093.603	1.159.219	1.228.772	1.302.499	1.380.649	
Kapitaldienst	0	4.693.603	4.693.603	4.693.603	4.693.603	4.693.603	
Saldo Ende	0	58.906.397	57.747.178	56.518.405	55.215.906	53.835.258	
Nachrangiges Darlehen							
Saldo Beginn	15.000.000	15.000.000	14.012.699	12.936.540	11.763.527	10.484.944	
Zinszahlung	0	1.350.000	1.261.143	1.164.289	1.058.717	943.645	
Tilgung	0	987.301	1.076.158	1.173.013	1.278.584	1.393.656	
Kapitaldienst	0	2.337.301	2.337.301	2.337.301	2.337.301	2.337.301	
Saldo Ende	0	14.012.699	12.936.540	11.763.527	10.484.944	9.091.287	
Mezzanine Finanzierung							
Saldo Beginn	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000	
Zinszahlung	0	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	
Kapitaldienst	0	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	
Saldo Ende	0	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000	15.000.000	

d. Real Estate Private Equity im engeren Sinne



d. Manager Styles nach INREV*



	Core	Value-Added	Opportunity
Risiko und Rendite	niedrig	mittel	hoch
Eigenkapitalverzinsung	≤ 11,5%	> 11,5% und < 17%	≥ 17%
Grenzbereich	> 10% und < 13%	> 15,5% und < 18,5%	
Fremdfinanzierung	≤ 60%	≥ 30% und ≤ 70%	≥ 60%

d. Charakteristika von Investitionsstilen



	++ + +/-	sehr wichtig wichtig weniger wichtig	Markt- transparenz	Immobilien- zyklen	Finanzierungs- lücken	Diversi- fikation	Rendite- ziel
opportunistic/ development			+/-	++	++	+/-	++
core plus/ value enhanced			+	++	+	+	+
core			++	+/-	+/-	++	+/-



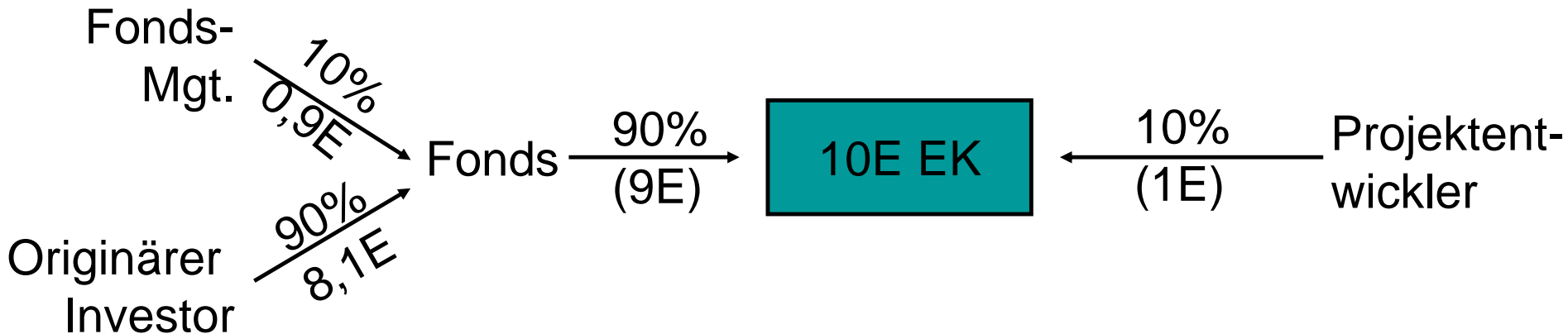
Eigenkapitalbeteiligung

E = Einheit

100 E = Investitionsvolumen

90 E = FK

10 E = EK

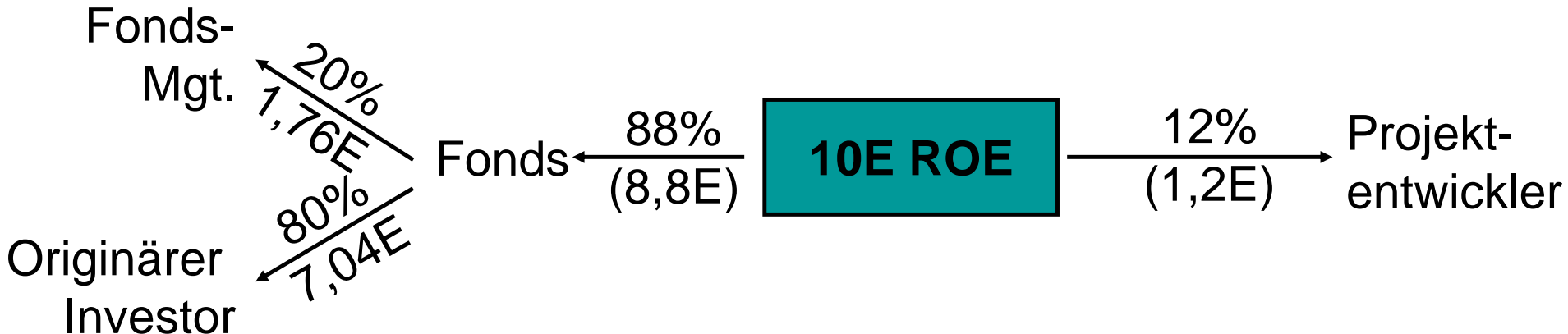




Gewinnbeteiligung

Annahme: 100% WDP

etwa 10E ROE während Fondslaufzeit über 5 Jahre auf 10E EK





Einfacher ROE-Vergleich

	Eigenkapital in Einheiten (E)	ROE (E)	Durchschnittliche Investition über 5 Jahre [(10/10) x 0,2 → 20%]
Originärer Investor	8,1	7,04	$(7,04/8,1) \times 0,2$ → 17%
Fondsmanagement	0,9	1,76	$(1,76/0,9) \times 0,2$ → 39%
Projektentwickler	1,0	1,20	$(1,2/1) \times 0,2$ → 24%

Die Welt, IMMOBILIEN, 27. April 2007
von Richard Haimann

BBR-Studie*: Finanzinvestoren haben Mieter noch nicht vergrault

PRO-REPE

BBR-Studie: Weder sind die Mieten nennenswert erhöht worden, noch sozial schwache Mieter vor die Tür gesetzt oder Instandhaltungsmaßnahmen drastisch reduziert worden.

„Auch Finanzinvestoren müssen das Mieterschutzgesetz einhalten und sich dem Spiel der Kräfte am Markt stellen.“

Neue Eigentümer haben „insgesamt eine eher zurückhaltende Mietanpassungsstrategie verfolgt, um die Leerstände gering zu halten / zu senken.“

CONTRA-REPE

„Verkauf spült kurzfristig Millionenbeträge in Kasse. Langfristig müssen Kommunen einen hohen Preis zahlen, weil sie nicht mehr über günstigen Wohnraum für sozial schwache Mieter vorhalten können, für deren Mieten sie aber aufkommen müssen.“

Die Welt, IMMOBILIEN, 27. April 2007
von Richard Haimann

BBR-Studie*: Finanzinvestoren haben Mieter noch nicht vergrault

PRO-REPE

Nur finanziell angeschlagene Kommunen veräußern Wohnungen. Daher liegen fast alle Bestände in schwachen Märkten mit hohem Leerstand. "Größere Mieterhöhungen sind da gar nicht durchsetzbar, weil die Mieter einfach in Objekte anderer Anbieter ausweichen würden".

CONTRA-REPE

„Bei vielen Politikern sitzt seit Freiburg die Angst tief, bei der nächsten Wahl abgestraft zu werden.“


„Verkaufsbereitschaft lediglich durch Wirtschaftsaufschwung gering (höhere Steuereinnahmen).“

→ Bislang kein Fall bekannt, bei dem Finanzinvestoren gezielt Instandhaltung zurückgefahren hätten, um ihre Rendite zu steigern.



DIMAX – Top 15 nach Marktkapitalisierung (Stand: 31.12.2006)

	Marktkapitalisierung in Mio. EUR
Gagfah	5.386
IVG Immobilien AG	3.775
Patrizia Immobilien AG	1.069
Deutsche Wohnen AG	1.030
Deutsche Euroshop AG	968
DIC Asset AG	874
DIBAG Industriebau AG	612
Colonia Real Estate AG	583
GAG Gemeinnütz. AG f. Wohnungsbau Köln	562
Vivacon AG	520
GBWAG Bayerische Wohnungs-AG	458
GBH Grundstücks- und Baugesellschaft AG	375
TAG Tegernsee AG	304
DGAG Deutsche Grundvermögen AG	289
Hamborner AG	263

 AGs mit erheblichem
Wohnungsbestand

Quelle: Eurohypo RAC Research, Ellwanger & Geiger

e. Immobilien AGs / REITs



- Börsengang als öffentlicher Weg der Eigenkapitalbeschaffung (und REPE-Exit)
- Listing in RX REIT Index und DAX-Familie (aber unter Unsicherheit)
- Spezifisches Risiko-Rendite-Profil (bspw. Vector-Hotel-REIT in G.B.
mit 3.7 Mrd. EUR Marktwert an Gebäuden)
- G-REIT darf nicht respektive nur sehr eingeschränkt in inländische Wohnungsbestände investieren.
- Weg an die Börse auch ohne die Einbeziehung von inländischen Wohnungsbeständen in das REIT-Gesetz durch Weg an ausländische Börsen
- Weiterverkäufe oder Mietprivatisierung als Alternative



I. Wohnungswirtschaft und Immobilienfinanzierung

- a. Status quo der Wohnungswirtschaft
- b. Problemfelder
- c. Theoretische Herleitung des aktuellen Interesses

II. Ausgewählte Finanzierungsstrategien auf Portfolio- und/oder Unternehmensebene

- a. Grundsätzliche Überlegungen
- b. Partizipierende Darlehen
- c. Hybride Finanzierung: Debt und Equity Mezzanine Financing
- d. Beteiligungsfinanzierung durch externes Eigenkapital:
(Real Estate Private Equity)
- e. Beteiligungsfinanzierung durch Börsengang:
börsennotierte Vehikel (Immobilien AGs / REITs)

III. Fazit – die Konsequenzen



- **Bankenkreditvergabe teils überhitzt**
(in Teilen ohne Covenants)
- **Wiederkehrender Immobilien- und Kapitalmarktzyklus:**
(venture → buyout → distressed → ...)
- **Etablierung von Plattformen:**
Bestehende AGs als Vehikel für weitere Portfolien
- **Vorteil Wohnimmobilien:**
langfristiger, stabiler Cash Flow, zudem sind Portfolien i.d.R. sehr diversifiziert → hoher Fremdkapitalhebel möglich
- **Exit-Optionen:**
Börsengang (aber: kritische Größe), **Refinanzierung** (EK-Exit), **Durchhandeln**
- **Exit der REPE-Investoren** (mit etwa 10-15% EK):
Eintritt der strategischen Investoren (mit etwa 30% EK)
- **Zyklische Kompetenzverlagerung:**
gute Asset-Manager sind gefragt