



Beratung der wohnungspolitischen Sprecherinnen/AG Wohnen der Linkspartei

Potsdam

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

TRAWOS: Institut für Transformation,
Wohnen und Soziale Raumentwicklung

12.1.2006



Der deutsche Wohnimmobilien- markt im Fokus ausländischer Investoren

–

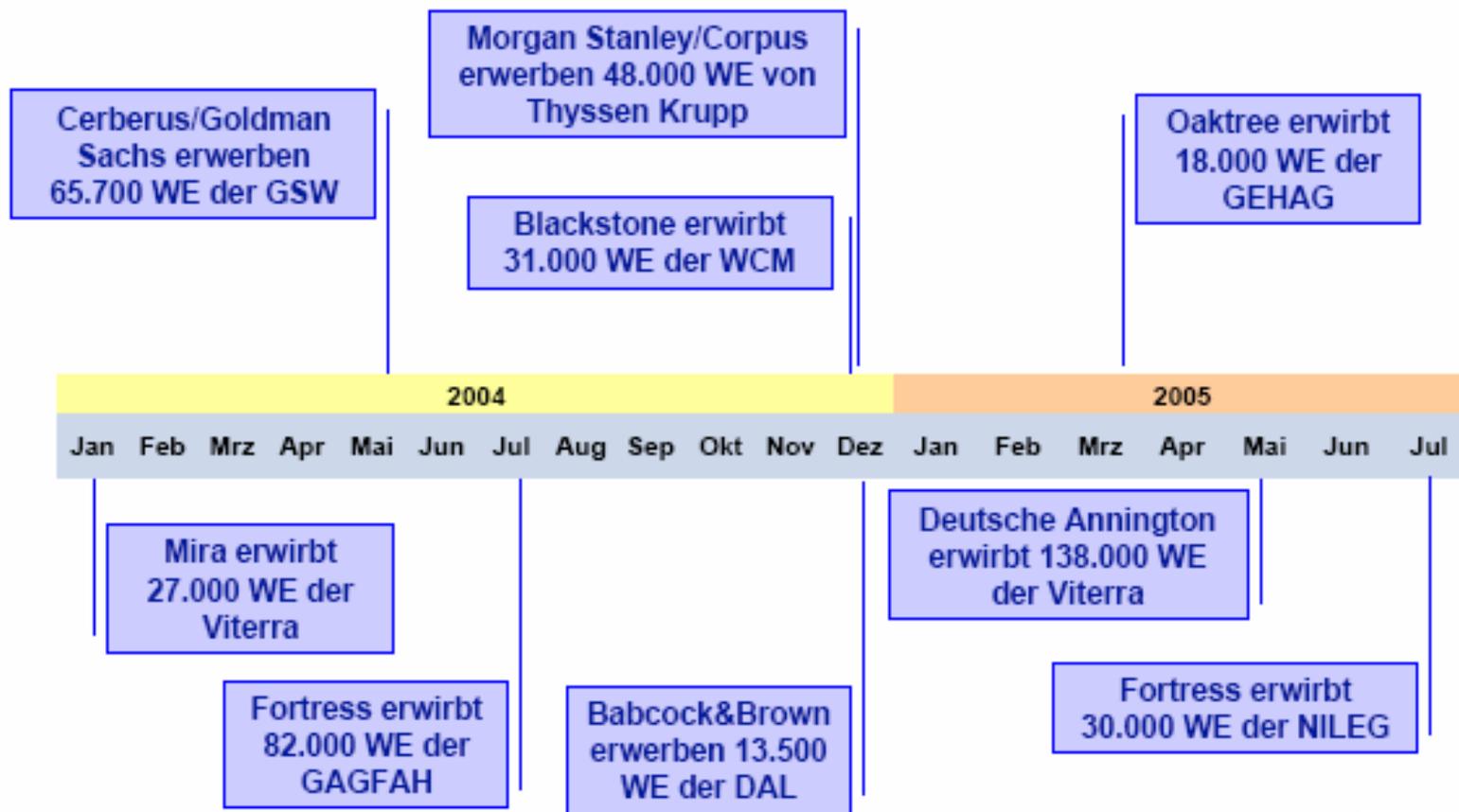
Ursachen, Folgen und Risiken des Engagements von Private Equity und REITS



Übersicht

- Einstieg
- Private Equity
- Strategien der Investoren
 - Bestandshaltung
 - Privatisierung
 - Finanzierung (leverage, REITs)
- Schlußfolgerungen für die Wohnungspolitik

Wichtige Transaktionen seit Anfang 2004



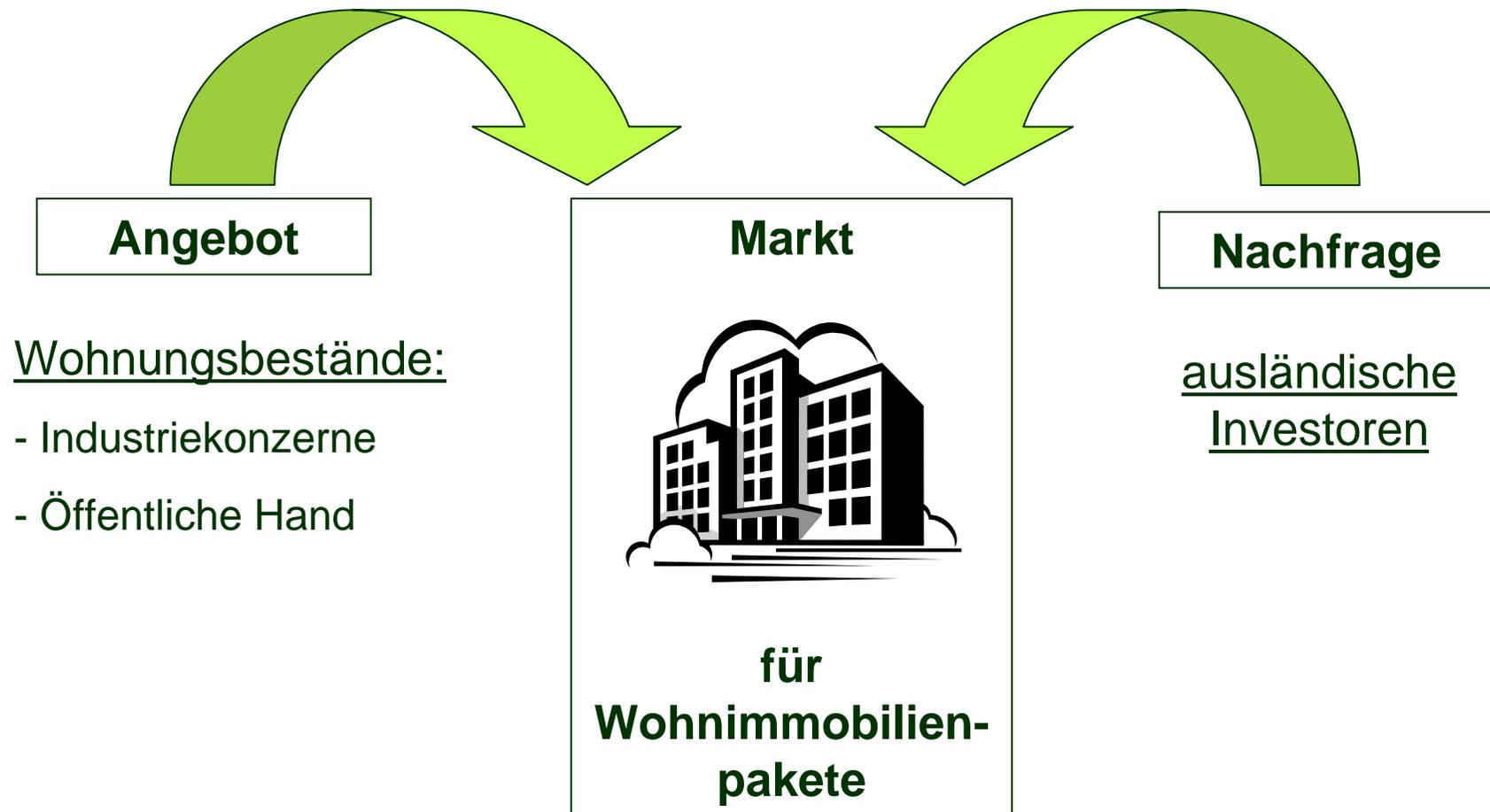
WE = Wohneinheiten

04.09.2005 Seite 12

Deutsche Bank Research 

Die Deutsche Bank schätzt, daß bis 2010 bis zu eine Million weitere Wohneinheiten verkauft werden.

Angebot und Nachfrage



Was ist „Private Equity“?



- Was ist „Private Equity“
 - Unter Private Equity-Finanzierung versteht man die Bereitstellung von außerbörslichem Eigenkapital durch Finanzinvestoren.
 - Kapitalgeber: vermögende Privatanleger, institutionelle Investoren
- Wie gehen Private Equity-Gesellschaften vor?
 - unternehmerisches Engagement
 - mittelfristiger wertorientierter Investmentansatz (Realisierung der Wertsteigerungen durch Liquidation des Investments)
 - deutliches Renditeplus gegenüber einem Aktieninvestment

Renditeerwartungen bei unterschiedlichen Assetklassen

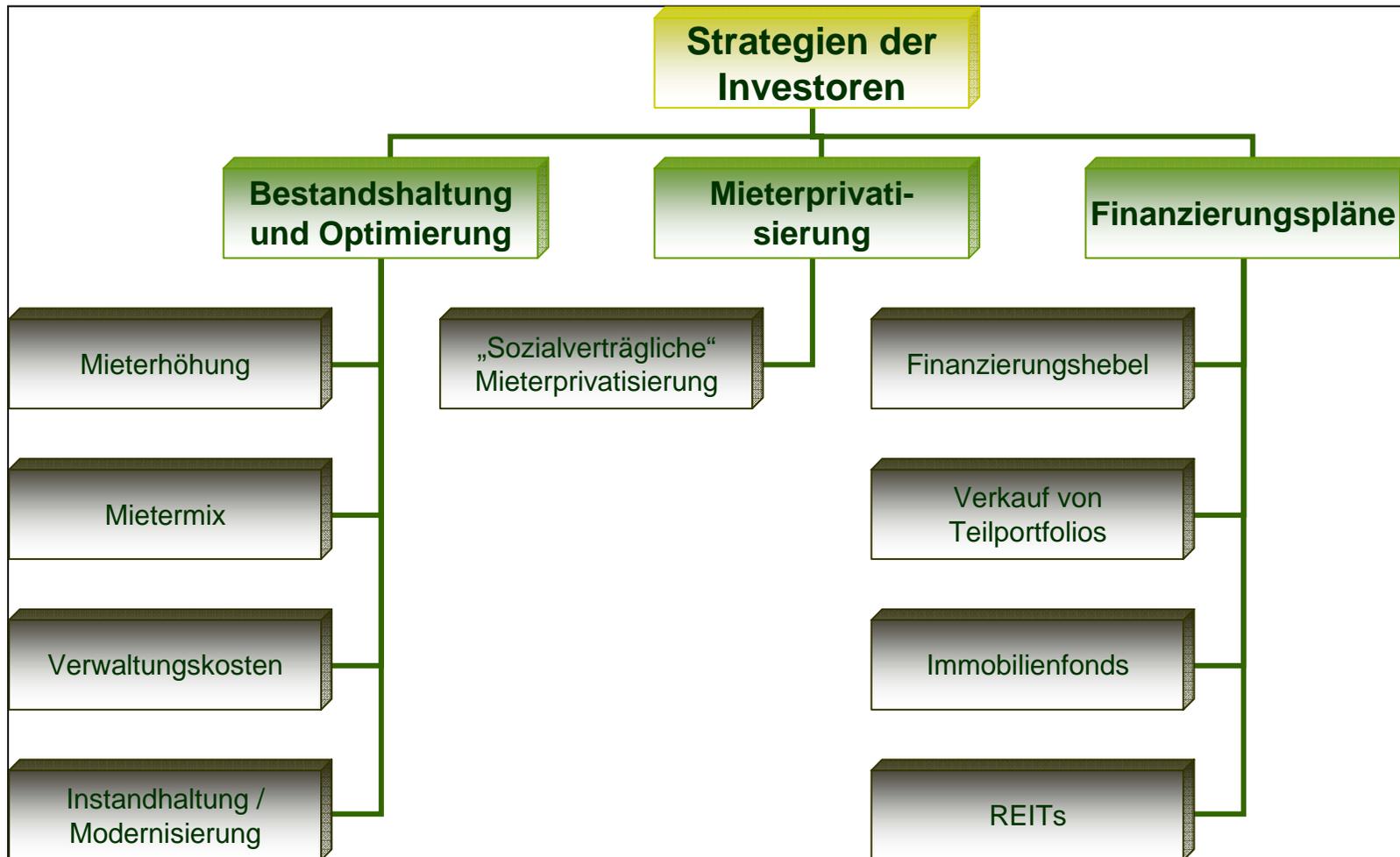
	Vor Steuern (bei Inflation 2 %)	Nach Steuern (bei Inflation 2 %)	Zielerreichung 5-7 % nach Steuern p.a. möglich?	
Traditionelle Asset- Klassen	Geldmarkt	ca. 2%	ca. 1%	Nein
	Renten	ca. 4%	ca. 3%	Nein
	Aktien	ca. 7-8%	ca. 4-6%	Möglich, aber mit hoher Volatilität
Alternative Asset- Klassen	Hedge Fonds	ca. 5-8%	ca. 3-5%	Möglich, aber hohes Selektionsrisiko
	Real Assets (Immobilien, Rohstoffe, Gold)	ca. 5-10%	ca. 3-7%	Möglich, aber mit hoher Volatilität bzw. hohem Selektionsrisiko
	Private Equity	ca. 10-15%	ca. 10-15%	Möglich, aber positive Cash flows erst nach 4- 5 Jahren

Quelle: Schäfer 2005, Feri Wealth Management

Renditeerwartungen bei unterschiedlichen Assetklassen

	Vor Steuern (bei Inflation 2%)	Nach Steuern (bei Inflation 2%)	Zielerreichung 5-7% nach Steuern p.a. möglich?	
Traditionelle Asset Klassen	Geldmarkt	ca. 2%	ca. 1%	Nein
	Renten	ca. 4%	ca. 3%	Nein
	Aktien	ca. 7 - 8%	ca. 4 - 6%	Möglich, aber mit hoher Volatilität
Alternative Asset Klassen	Hedge Fonds	ca. 5 - 8%	ca. 3 - 5%	Möglich, aber hohes Selektionsrisiko
	Real Assets (Immobilien, Rohstoffe, Gold)	ca. 5 - 10%	ca. 3 - 7%	Möglich, aber mit hoher Volatilität bzw. hohem Selektionsrisiko
	Private Equity	ca. 10 - 15%	ca. 10 - 15%	Möglich, aber positive Cash-Flows erst nach 4-5 Jahren

Strategien der Investoren





Bestandshaltung und Optimierung

Unternehmerische Chancen	Unternehmerische Risiken
Mieterhöhungen: z.B. GAGFAH: 2005-2009: Inflationsrate +1,5% 2009-2014: Inflationsrate +3,0%	Mieterhöhungspotentiale regional unterschiedlich
Mietermix: einheitliche Belegungsstrukturen durch Kündigungen, Umsetzungen	Instabile Nachbarschaften aufgrund sozialer Segregation
Verwaltungskosten: Stellenabbau	Personalintensität der Wohnungsverwaltung (z.B. Mietschulden, instabile Nachbarschaften) Qualifizierung des Personals
Instandhaltung / Modernisierung: geringerer Aufwand	Wettbewerbsparameter geringe Einsparpotentiale Einfluß auf den Immobilienwert Refinanzierung durch Modernisierungsumlage



Mieterprivatisierung

Die Mieterprivatisierung ist Kernelement jeder Kalkulation eines Private Equity-Fonds!

■ Unternehmerische Chancen

- niedrige Eigentumsquote
- niedrige Immobilienpreise
- niedrige Fremdkapitalzinsen
- sozialverträgliche Privatisierung: z.B. GAGFAH-Sozialcharta

■ Unternehmerische Risiken

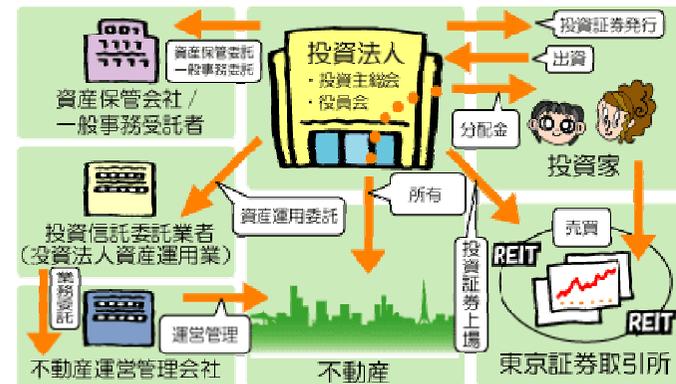
- Abschaffung Eigenheimzulage
- Fremdfinanzierungsbedingungen / Basel II
- Mieterstruktur
- Restantenproblem
- Eigenschaften der Immobilie

Finanzierungspläne

■ Leverage-Effekt



■ REITS



Der Leverage-Effekt der Verschuldung

Formelherleitung

$$\textcircled{1} \text{ EKR} = \frac{G}{\text{EK}}$$

$$\textcircled{2} \text{ GKR} = \frac{G + i \cdot \text{FK}}{\text{GK}}$$

$$\textcircled{3} \text{ GK} = \text{EK} + \text{FK}$$

$\textcircled{3}$ in $\textcircled{2}$:

$$\textcircled{4} \text{ GKR} = \frac{G + i \cdot \text{FK}}{\text{EK} + \text{FK}}$$

$\textcircled{4}$ aufgelöst nach G:

$$\textcircled{5} G = \text{GKR} \cdot [\text{EK} + \text{FK}] - i \cdot \text{FK}$$

$\textcircled{5}$ eingesetzt in $\textcircled{1}$:

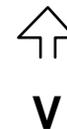
$$\textcircled{6} \text{ EKR} = \frac{\text{GKR} \cdot [\text{EK} + \text{FK}] - i \cdot \text{FK}}{\text{EK}}$$

$$= \text{GKR} \cdot \frac{\text{EK}}{\text{EK}} + \text{GKR} \cdot \frac{\text{FK}}{\text{EK}} - i \cdot \frac{\text{FK}}{\text{EK}}$$

$$\text{Leverage-Formel: } \text{EKR} = \text{GKR} + [\text{GKR} - i] \cdot \frac{\text{FK}}{\text{EK}}$$

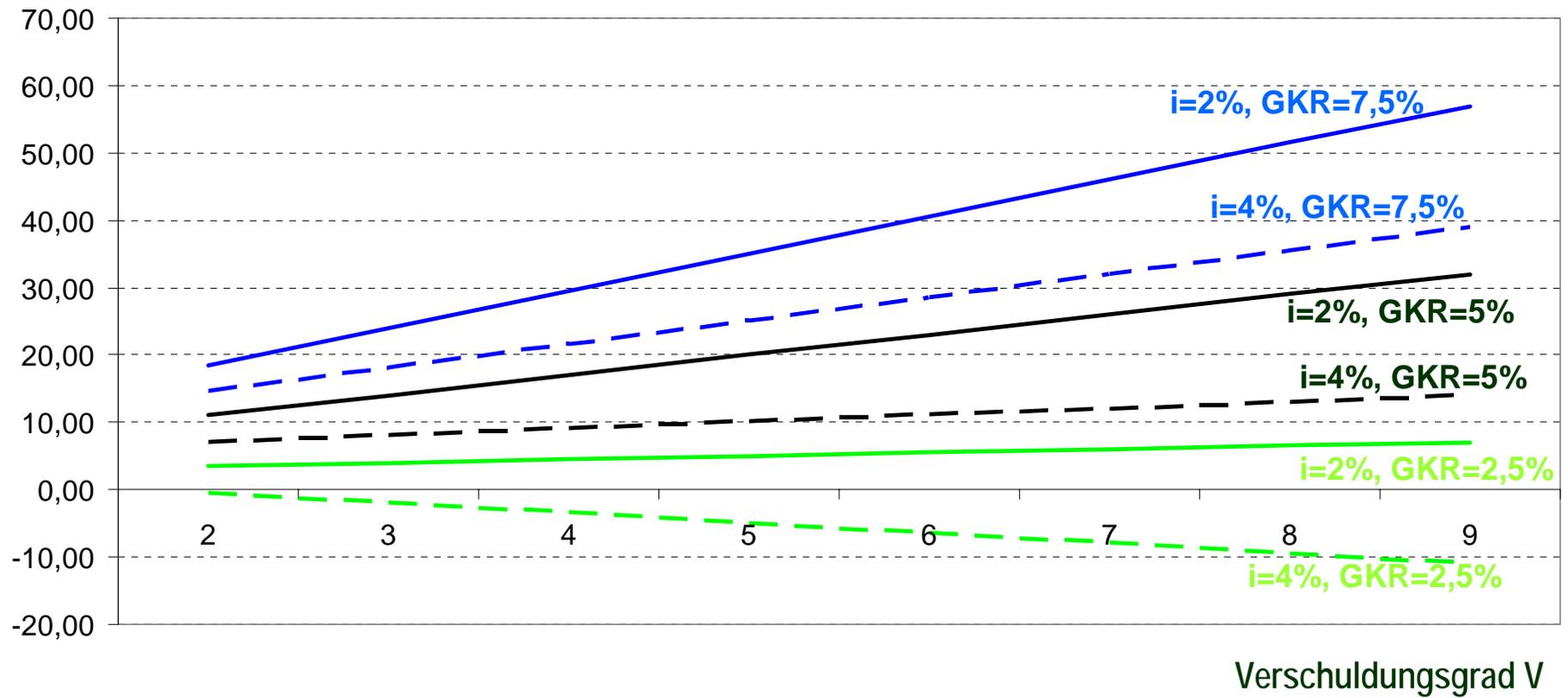
EKR = Eigenkapitalrentabilität
EK = Eigenkapital
GKR = Gesamtkapitalrentabilität
FK = Fremdkapital

GK = Gesamtkapital
G = Gewinn (nach Abzug von Fremdkapitalzinsen)
i = Fremdkapitalzins
V = Verschuldungsgrad



Leverage-Effekt

EKR in Prozent





Unternehmerische Risiken

Marktrisiko	Deutsche Wohnimmobilien unterbewertet? regionale Teilmärkte (Stuttgart, nördliches Ruhrgebiet): Leerstände, Mietausfälle Risiko abhängig vom Objektmix
Leistungs- risiko	Wertverluste durch steigende Zinsen
Kostenstruktur- risiko	Hoher Fixkostenanteil als „Operating leverage“ für Markt- und Leistungsrisiko
Finanzstruktur- risiko	Hoher Fremdkapitalanteil als „Financial leverage“, Zinsänderungsrisiko

Risikobewertung

- Hohe Fremdfinanzierungsquoten sind „unseriös“ – besonders bei historischen Zinstiefs.
- Deutscher Wohnimmobilienmarkt als „Nachzügler“?
- Mögliche Bewertungsrückstände aufgrund ineffizienter Allokation der Wohnungsbestände.
- Einige Übernahmen werden keinen unternehmerischen Erfolg haben – mit der möglichen Folge weiterer Paketverkäufe.





Real Estate Investment Trusts (REITS)

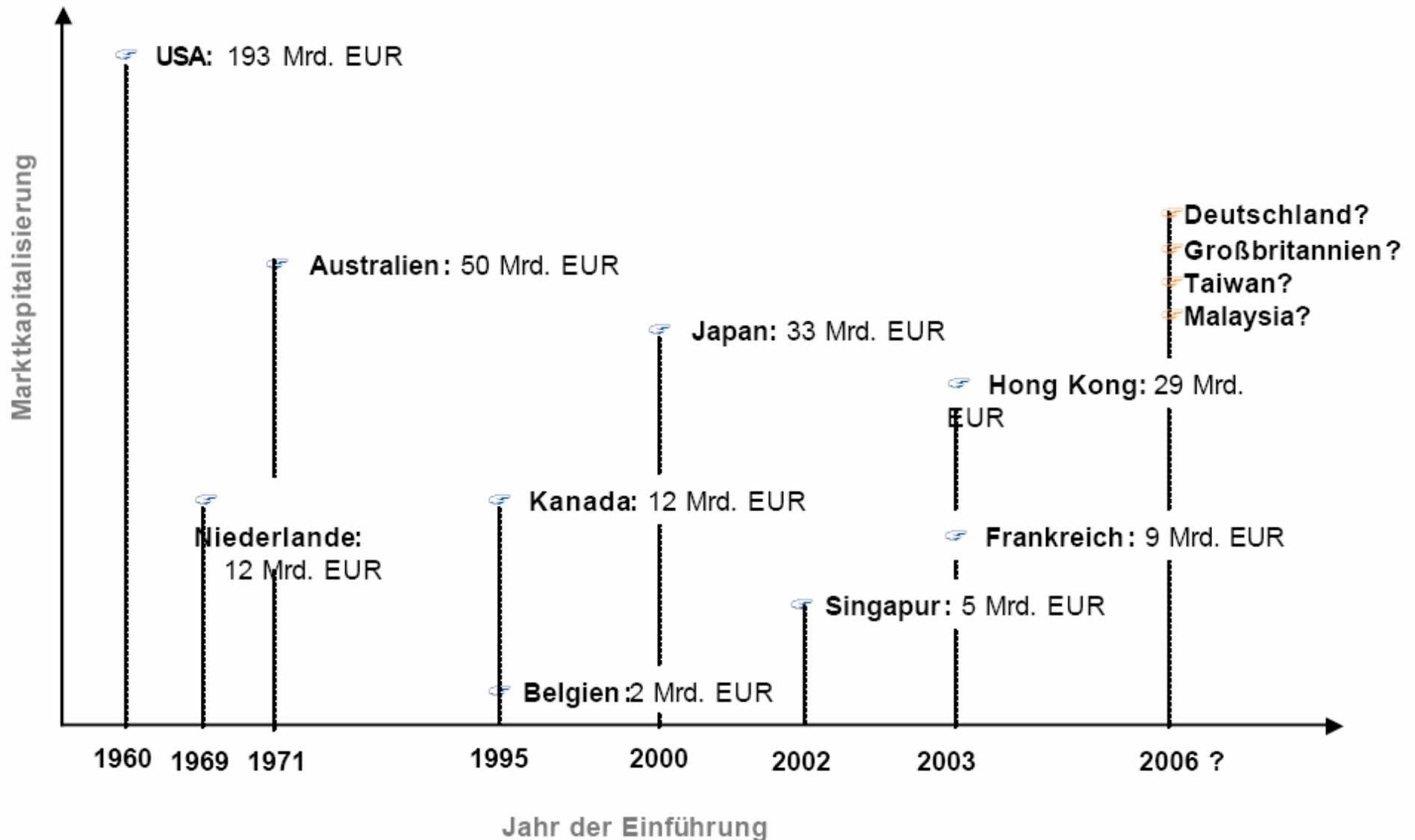
■ Definition

- eine in den USA gebräuchliche Rechtsform für Investmentgesellschaften (Trusts)
- eindeutiger Schwerpunkt bei der Immobilienanlage
- Fungibilität durch börsenmäßigen Handel der Anteile
- Besteuerung ausschließlich auf der Anlegerebene

■ Voraussetzungen für Steuervorteile (USA)

- Publikums-AG
- Eindeutiger Anlageschwerpunkt bei Immobilien und Hypotheken (> 75 Prozent des AV)
- Ausschüttungsorientierung (>95 Prozent der Einkünfte)

Globale Entwicklung des REIT-Sektors

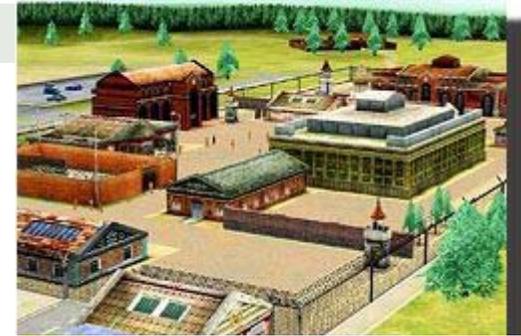




Formen von REITS

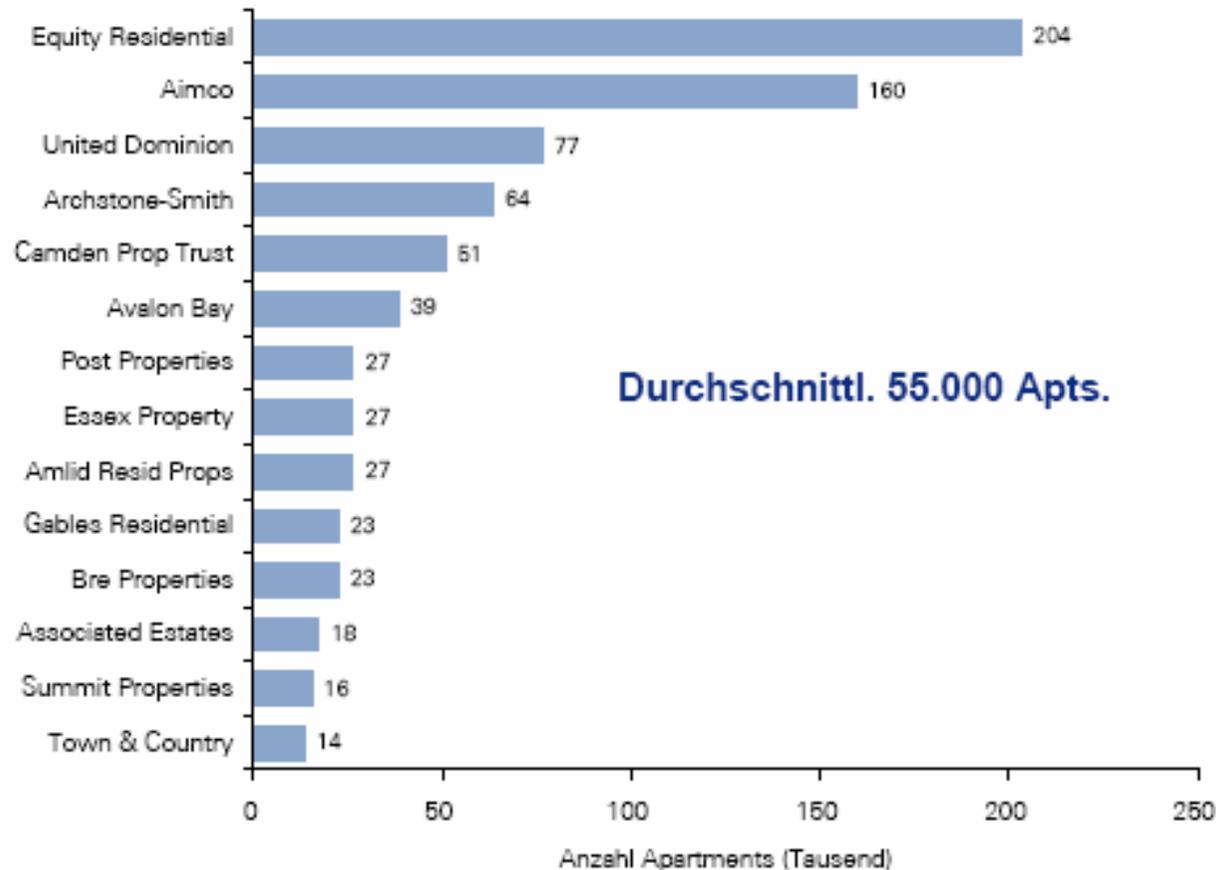
Equity-REIT	investieren überwiegend in Immobilien, hoher Spezialisierungsgrad
Mortgage-REIT	investieren überwiegend in Immobilienkredite, auch mit „Mortgage Backed Securities“
Hybrid-REIT	investieren in beides

Prison REIT



- Der bekannte Prison REIT “CCA Prison Trust” ist gegründet worden, weil “Corrections Corp. of America”, der größte private Betreiber von Gefängnissen in den USA ein phänomenales Wachstum erlebte.
- Die Gesellschaft war so erfolgreich, daß die bilanziellen Ergebnisse von dem großen Immobilienanteil in ihrem Anlagevermögen nach unten gezogen wurden. Die Lösung?
- Corrections Corp. of America hat sämtliche Gefängnisimmobilien einschließlich neun im Bau befindlicher Objekte in einen Prison REIT eingebracht und zurückgeleast. CCA Prison Trust hat bereits Immobilien im Wert von mehr als 500 Mio. Dollar in seinen Büchern. Angesichts der Knappheit von Gefängnisflächen in den USA besteht auf absehbare Zeit kein Leerstandsrisiko.

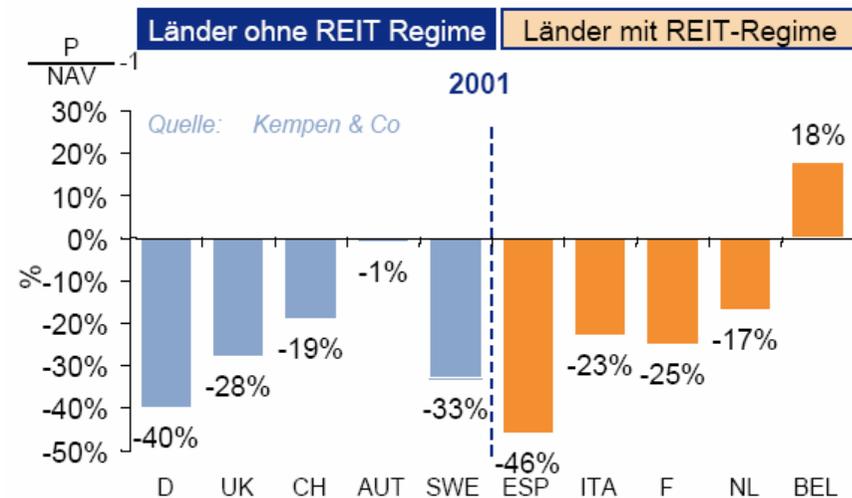
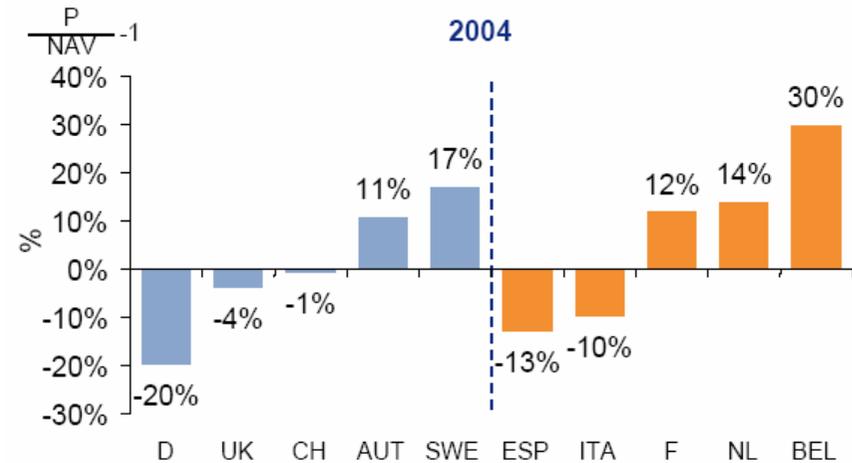
Der Markt für Apartment-REITs in den USA



Quelle: Green Street Advisors Inc., 2004

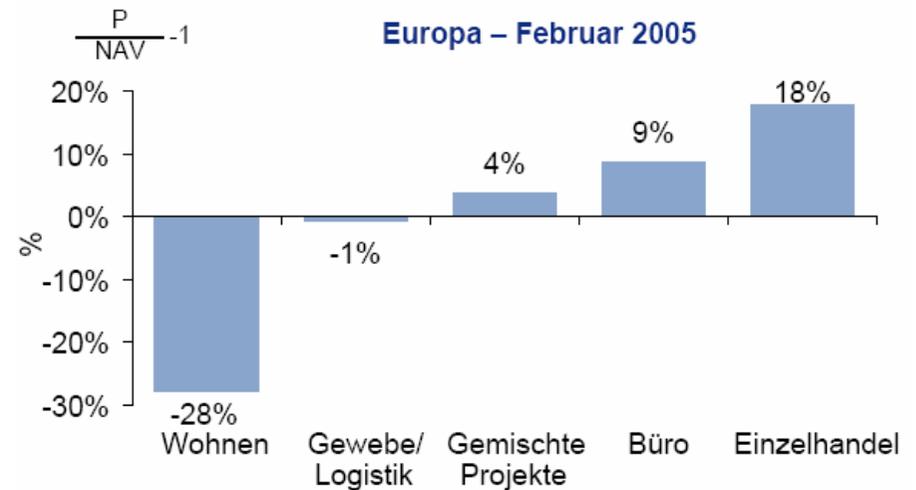
Wie werden REITs in anderen Ländern bewertet?

- Bewertung der REITs: Verhältnis von Börsenkurs / Net Asset Value pro Aktie
- Einführung eines REIT-Regimes: Umschlag eines NAV-Abschlags in eine NAV-Prämie (Frankreich)
- aber: auch ohne REIT-Regime sind Bewertungsverbesserungen möglich (Schweden)

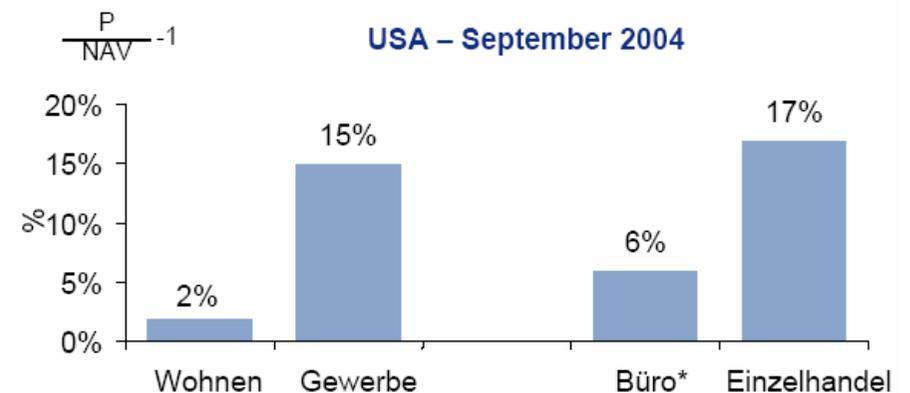


Bewertungsunterschiede nach Nutzungsarten

- Discounts und Prämien im Verhältnis zum NAV zu beobachten
- In Europa deutlicher Abschlag für Wohnen (ineffiziente Allokation, marktferne Bewertung)
- bei Wohnimmobilien deutlich größere Unterschiede zwischen dem Einzelveräußerungswert und dem Gesamtveräußerungswert eines Wohnportfolios (Transaktionskosten, „Paketabschlag“)



Quelle: HSH Nordbank AG



Quelle: Green Street Advisors

* Dezember 2002

Charakteristika von REITS

- Ausschüttungsrendite von etwa 150 – 250 Basispunkten über der 10 Jahres-Rendite von Staatsanleihen
- Risikoprofil zwischen Bonds und einem direkten Investment in Immobilien
- Sicherheit eines konstanten Cash Flows mit vergleichsweise schnellem und preiswertem Exit
- Geeignet für institutionelle Investoren mit gemäßigttem Risk/Return-Profil (in „entwickelten“ REITs-Ländern Anteil von zwei Dritteln)





	Geschlossener Fonds	Offener Fonds	Immobilien-AG	REIT
Besteuerung	Anlegerebene	Gesellschafts- und Anlegerebene	Gesellschafts- und Anlegerebene	Anlegerebene
Spezialisierung	Projekt-orientierung	breit investiert, z.T. bestimmte Länder, kaum Wohnungen	unklar: wenig entwickeltes Anlageprodukt	Spezialisierung auf bestimmte Marktsegmente
Fungibilität	kein funktionierender Sekundärmarkt	Rückgabemöglichkeit: verlässlich?	Aktien börsenmäßig handelbar	Anteile börsenmäßig handelbar
Wertfindung	wenig transparent	1x jährlich durch unabh. Sachverständige	laufende Bewertung der Anteile am Kapitalmarkt	laufende Bewertung der Anteile am Kapitalmarkt
Kontrolle	geringe Kontrollintensität	Kapitalanlagegesellschaft, BAFin	durch den Kapitalmarkt	durch den Kapitalmarkt: hohe Ausschüttungsquoten

REITS als Mittel zur Liquidisierung von betrieblichen Immobilien

- Outsourcing von Betriebsimmobilien
 - D: Non-Property-Unternehmen halten das Eigentum an **70 Prozent** der von ihnen selbst genutzten Immobilien.
 - USA: **30 Prozent**
- REITS als Instrument zur Liquidisierung des betrieblichen und öffentlichen Immobilienvermögens
- Anfallende Grunderwerbsteuer soll „kein Hemmschuh“ sein (Übergangsregelungen).





REIT-Konzept der IFD

■ „G-REITs“

- börsennotierte Aktiengesellschaften
- auf der Ebene der Gesellschaft unter bestimmten Voraussetzungen (z.B. Mindestanteil von Immobilien am Anlagevermögen: 75 Prozent; Mindestausschüttung: 90 Prozent) nicht körperschaftsteuerpflichtig
- Ausschüttungen an die Anteilseigner „in vollem Umfang steuerpflichtig“
- Steuervorteile bei Umwandlung einer bestehenden Kapitalgesellschaft in einen REIT (z.B. Verzicht auf Grunderwerbsteuer, privilegierte Besteuerung der aufgedeckten stillen Reserven).

■ Kritische Fragen

- Ist der G-REIT eine Kapital- oder eine Personengesellschaft?
- Sind die Anteilseigner zur unternehmerischen Mitbestimmung im G-REIT aufgerufen?
- Ist der angestrebte steuerliche Sonderstatus für den G-REIT mit dem Gleichbehandlungsgrundsatz vereinbar?
- Ist dieser steuerliche Sonderstatus mit der Systematik unseres Steuerrechts vereinbar?
- Beitrag zur Vereinfachung des deutschen Steuerrechts?



Was folgt daraus für die Wohnungspolitik?

Wie werden sich die neuen Eigentümer verhalten?

- Wie werden sich die neuen Eigentümer verhalten?
 - aktiv: kein „buy and hold“
 - nutzen jeden sich bietenden Mieterhöhungs-spielraum ...
 - ... und jede günstige Verkaufsgelegenheit
 - Partner der Kommune?



- Herausforderungen für die unternehmerische Wohnungswirtschaft
 - soziale und ökologische Perspektive des Wohnens
 - partnerschaftliche Einbettung des Wohnungsunternehmens in das Netzwerk der Gemeinde
 - verantwortliche Wahrnehmung von Aufgaben wie Quartiersmanagement, Umgang mit schwierigen Mietern, mit sich auflösenden Nachbarschaften, mit Mietschulden, mit städtebaulichen Fragen wie der Stadtschrumpfung
 - langfristig / nachhaltig denkende und agierende Wohnungsunternehmen

Risiken für die Erfüllung des Versorgungsauftrages

- Aufhebung der Gemeinnützigkeit
- ständiger Rückgang des Bestandes an Sozialwohnungen
- Ständiger Rückgang der kommunalen / belegungsgebundenen Bestände

Säkulare Schrumpfung der
„**Dispositionsreserve**“

Sicherung der Versorgung durch
diskretionäres „**Belegungsrechte-
Shopping**“
(Eekhoff)



Quintessenz

- Politik des leichten Geldes: weltweite Liquiditätsschwemme
- Kann man Finanzinnovationen verhindern?
- Sind Finanzinvestoren als Partner der Gemeinde geeignet?
- Welchen Stellenwert hat die Wohnungspolitik noch?

