

Dipl.-Kfm. Christian Fuest

Branchentag - Unternehmerverband Norddeutschland
Mecklenburg-Schwerin e.V.

**Chancen und Risiken
bankenunabhängiger Finanzierung in
der Wohnungswirtschaft**
Wismar

13. Oktober 2016

Allgemeine Marktbedingungen

Implikationen für die Finanzierungsstrategie

Finanzierungsinstrumente neben dem Bankkredit

Schlussfolgerungen für Wohnungsunternehmen

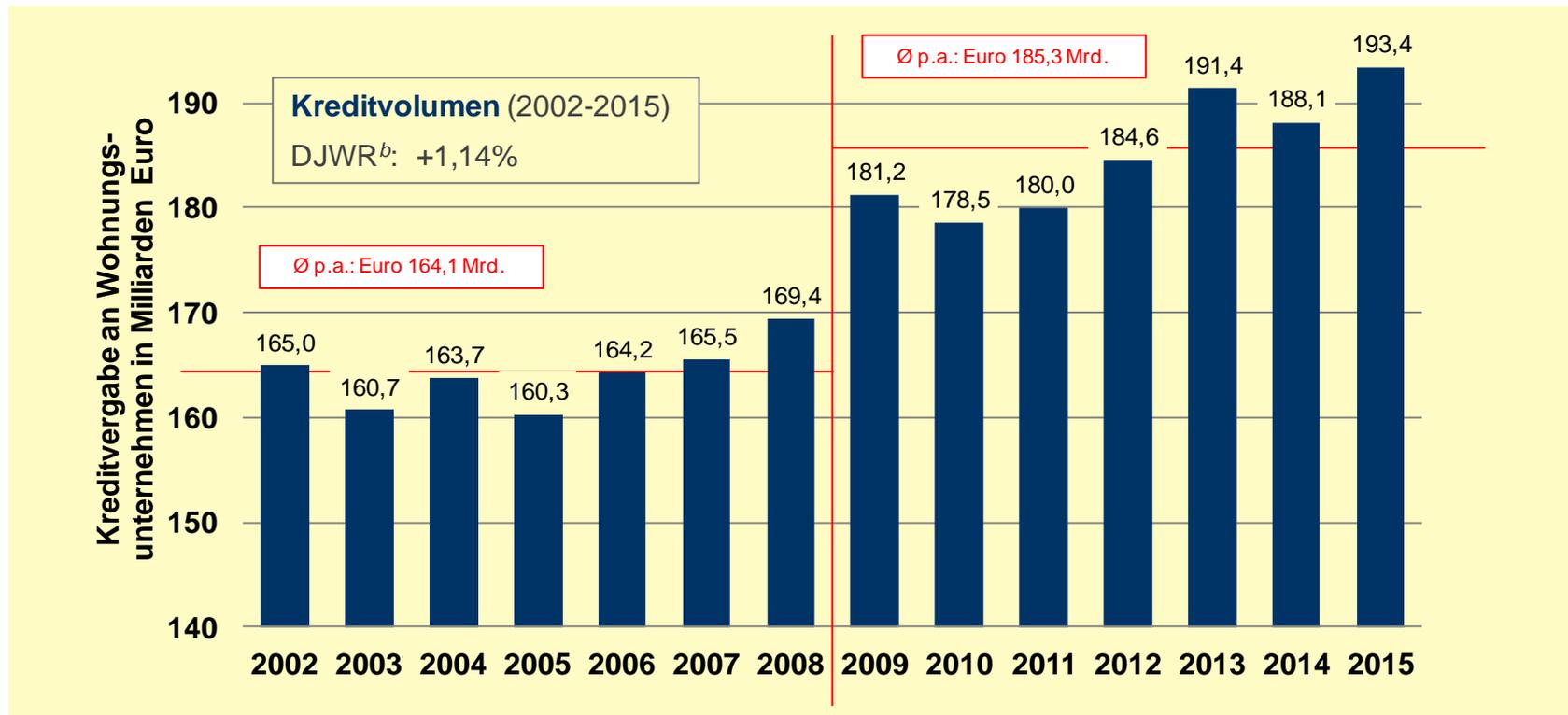
Kontakt

■ Allgemeine Marktbedingungen (I)

- Der deutsche Wohnimmobilienmarkt ist durch **solide Fundamentaldaten** mit geringer Volatilität geprägt. Sehr hohes Investoreninteresse im In- und Ausland.
- Dezentraler Markt der Wohnungswirtschaft. Bei börsennotierten Unternehmen setzt sich der **Akquisitionstrend** fort.
- Investitionsbedarf der deutschen Wohnungswirtschaft steigt: Investitionen der GdW-Mitgliedsunternehmen stieg von 2004 bis 2013 um 1,9% p.a. Treiber sind **Neubauten** wegen wachsenden Haushaltszahlen, alternden Wohnungsbestände und notwendigen Flüchtlingsunterkünften.

- **Allgemeine Marktbedingungen (II)**
 - Finanzierung der Wohnungswirtschaft primär über **Bankdarlehen** – Kapitalmarktinstrumente besitzen nur eine untergeordnete Rolle.
 - Verschiebung der Kreditvolumina hin zu **langfristigen Laufzeiten**, Volumina stetig wachsend (siehe Folie 5)
 - Basel III und Solvency II mit Einfluss auf die Finanzierung der Wohnungswirtschaft:
 - Langfristfinanzierer wegen neu eingeführter **Liquiditätsregeln** und Leverage Ratio sowie intensivierter Eigenkapitalhinterlegung unter Anpassungsdruck.
 - Für Versicherungen werden Immobilien-Investments aufgrund der **25%-Solvency II-Quote** eher unattraktiv, Darlehen attraktiver.

■ Kredite an Wohnungsunternehmen (Ende 2002 bis Ende 2015)^a



a) Werte jeweils Ende IV. Quartal.

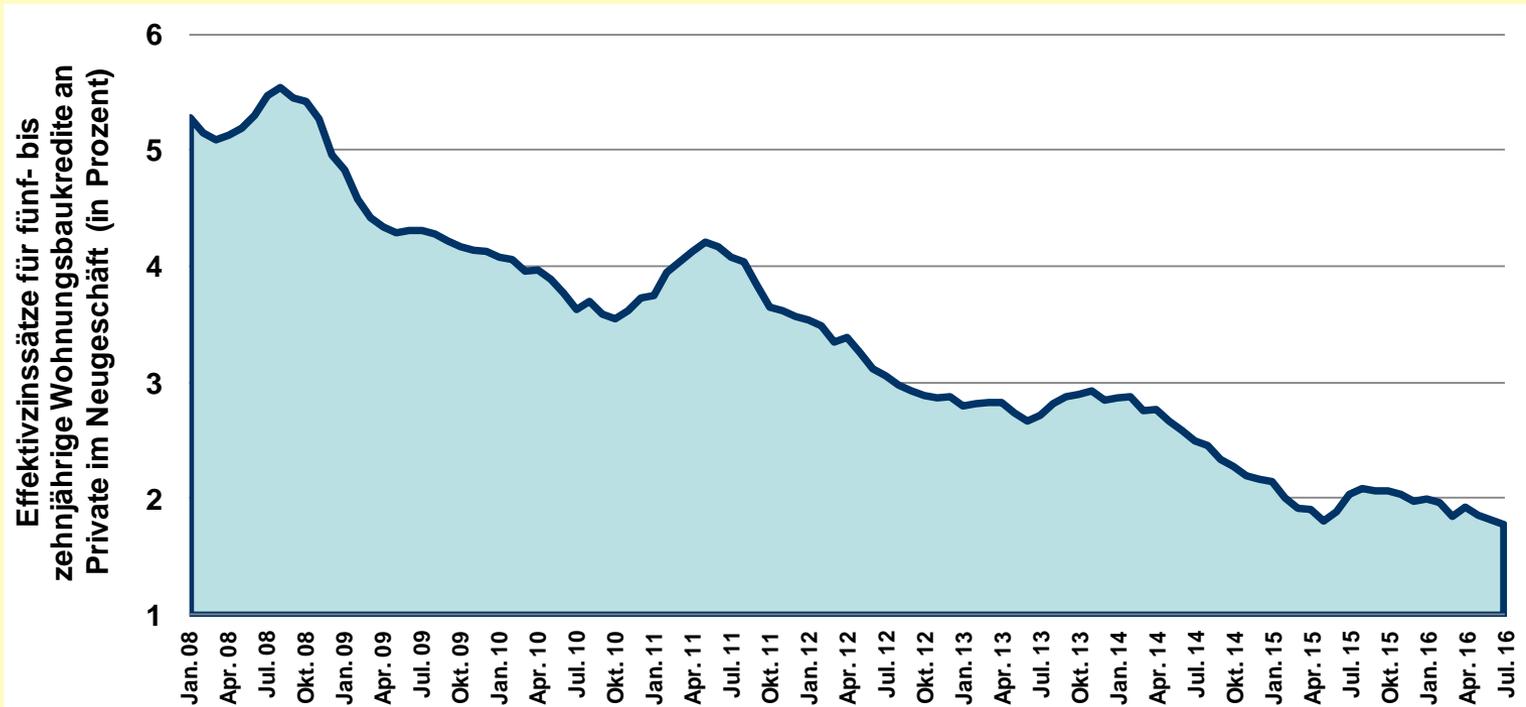
b) DJWR = Durchschnittlich jährliche Wachstumsrate.

Datenquelle: Deutsche Bundesbank (2016); Prof. Knüfermann-Analysen.

■ Allgemeine Marktbedingungen (III)

- Aktuell sehr **gute Finanzierungsbedingungen** für Wohnungsunternehmen (Niedrigzinsniveau, hohes Liquiditätsniveau).
- Trotzdem zentrale Herausforderungen für Wohnungsunternehmen:
 - Suche nach neuen Finanzierungspartnern aufgrund des Erreichens von **Großkreditgrenzen** der etablierten Hausbank.
 - Komplexe Strukturen in den Grundbüchern erschweren zum Teil die Nutzung von **Beleihungsreserven**.
 - Vorgaben hinsichtlich der Neuinvestitionsvolumina sind im Rahmen der bisherigen Finanzierungsstrategie nicht / oder nur unter erschwerten Bedingungen umsetzbar und machen die Festlegung einer „**neuen**“ **Finanzierungsstrategie** erforderlich.

- **Effektivzinssätze für Wohnungsbaukredite an Private**
(Neugeschäfte; effektiver Jahreszinssatz einschließlich Kosten)

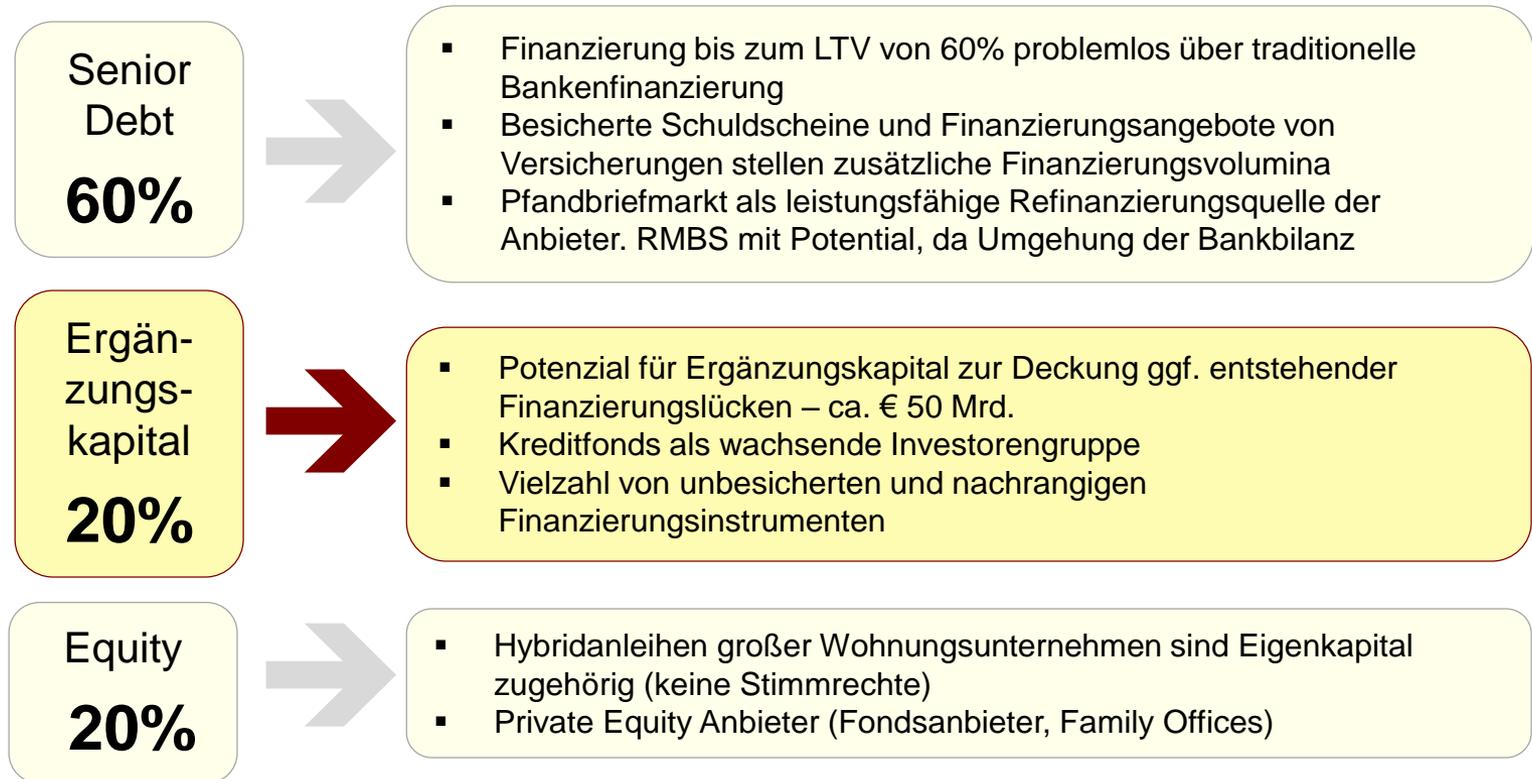


Datenquelle: Deutsche Bundesbank (2016); Prof. Knüfermann-Analysen.

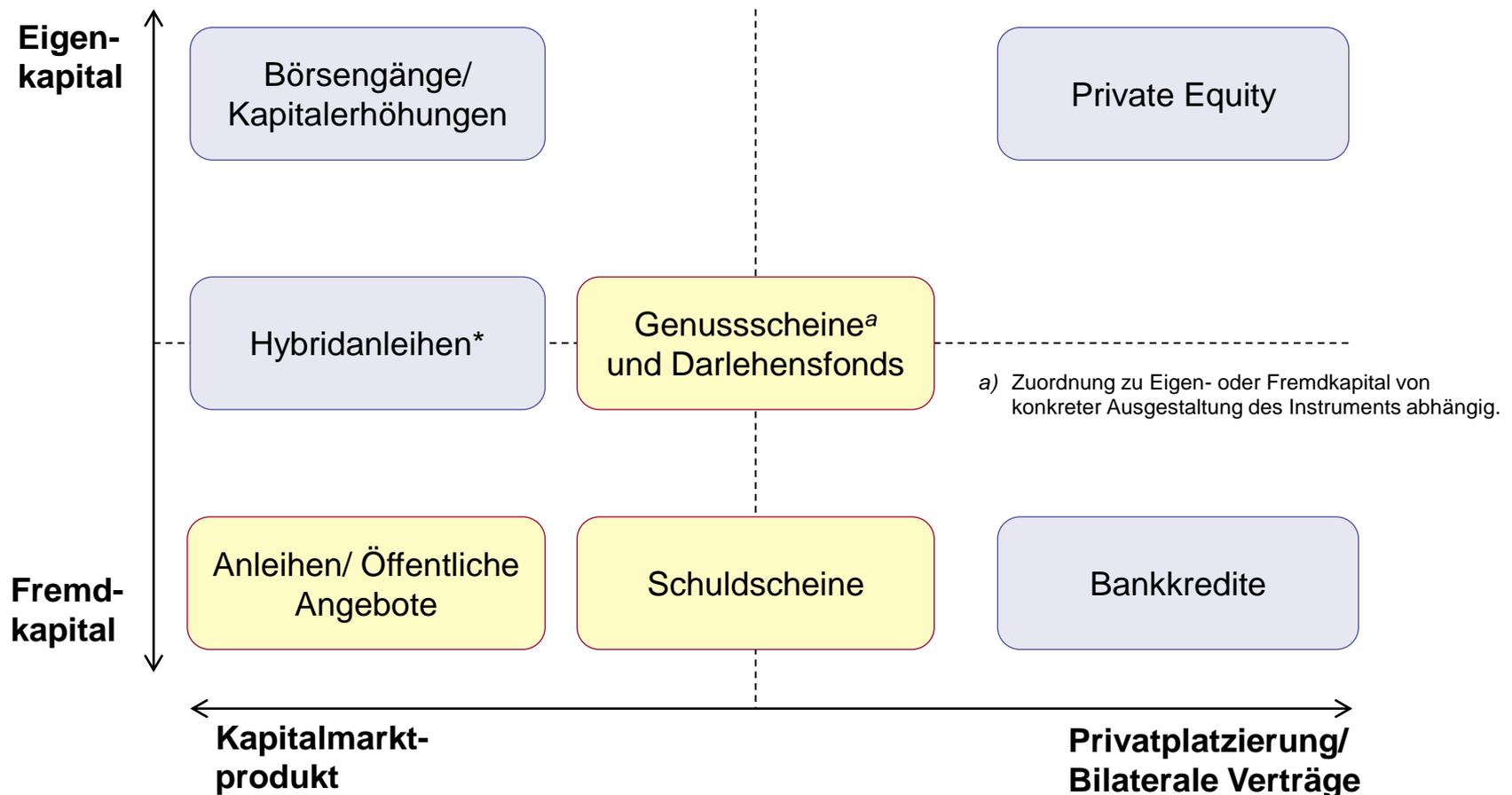
■ Vorteile von Kapitalmarktinstrumenten

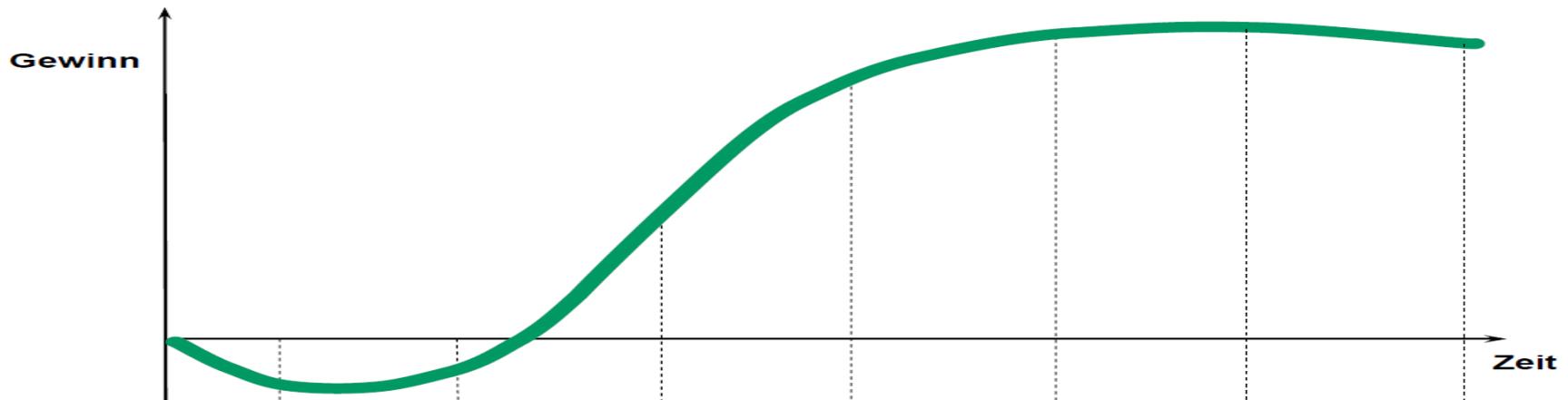
- Nutzung der **hohen Investorenliquidität** durch Wohnungsunternehmen (Stichwort: Anlagenotstand der Investoren).
- Solide immobilienwirtschaftliche **Geschäftsmodelle** aktuell im Fokus der Kapitalanleger.
- Hohe **Flexibilität** in der Ausgestaltung (Covenants derzeit emittentenfreundlich);
- Kapitalmarktinstrumente bieten die Möglichkeit ...
 - institutionelle und private Anleger als **Investoren** zu gewinnen;
 - den **Finanzierungsmix** zu erweitern (Investorenwettbewerb[↑]);
 - Wohnungsunternehmen in der **Öffentlichkeit** zu vermarkten:
 - Aufbau eines positiven Kapitalmarkt-Standings (Investoren, Analysten);
 - Schaffung des positiven Images als innovatives Unternehmen bei (potentiellen) Mietern und Vermietern.

■ Immobilienfinanzierung unter Nutzung von Kapitalmarktinstrumenten bei Ergänzungs-Kapital



■ Beispiele für Außenfinanzierungsinstrumente





■ Konzeptionelle Merkmale von Schuldscheindarlehen (I)

Basisdefinition

- Bilateraler Kreditvertrag nach deutschem Recht, der das Schuldverhältnis zwischen einem Darlehensnehmer (Emittent) und einem oder mehreren Darlehensgebern (Investoren) regelt. Darlehensdefinition i.S.d. §§ 488 ff. BGB.
- Schuldscheindarlehen sind durch Abtretung (Zession) übertragbar. Kein Wertpapier und nicht börsengehandelt.

Rating

- Versicherungen fordern regelmäßig externes Rating im Investment-Grade-Bereich (BBB-Rating oder besser).
- Andere Investoren bestehen nicht auf externe Ratings (Ersatz ist dann Credit Research der arrangierenden Bank, eigene Kreditprüfungen etc.)

Platzierung

- Zügige und einfache Platzierung durch arrangierende Bank. In der Regel keine Vollplatzierungsgarantie. Aufgrund der hohen Liquidität im Markt häufig vorfristige Beendigung der Zeichnungsphase und Repartierung (Teilzuteilung) der von den Investoren erteilten Zeichnungen. Strukturierung unterschiedlicher Tranchen d.h. Laufzeiten und/ oder Zinsfestschreibungen möglich. Laufzeiten bis ca. 20 Jahre.
- Platzierung vorwiegend bei Banken, Sparkassen, Versicherungen und Versorgungswerken.

Emissionsvolumen und Preisfindung

- Zumeist ab € 10 Mio. bis € 500 Mio. Im Hinblick auf EZB-Fähigkeit Mindeststückelung von € 500.000.
- Preisfindung von Faktoren wie Branchenzugehörigkeit, Bewertung bereits emittierter Anleihen, Ableitung aus entsprechender Rating-Kategorie, Sicherheitenstellung, Erst- oder Folgeemission etc. abhängig.
- Im Vergleich zu Bankkrediten enthalten Schuldscheine in der Regel einen kleinen strategische „Instrumenten-Aufschlag“ beim Kupon. Auch besteht ein Zinsaufschlag gegenüber Anleihen als Illiquiditätsprämie für die Nicht-Handelbarkeit über eine Börse.

■ Konzeptionelle Merkmale von Schuldscheindarlehen (II)

Publizitätspflichten/ Investoren- kommunikation

- Mit dem Schuldscheindarlehen sind keine gesetzlichen Publizitätspflichten verbunden. Insofern ist mit den Investoren vertraglich die Art und Häufigkeit der Informationsweitergabe zu regeln. Das WpHG findet keine Anwendung.
- Erweiterung der Finanzkommunikation des Emittenten in Richtung einer neuen Investorengruppe. Investorenpräsentation, und/ oder Investoren-Telefonkonferenz. Zur Emission Credit Research als zentrales Dokument und ggf. Rating-Dokumente. Nutzung der Website und Einrichtung einer Debt-Domain.

Dokumentation

- Mandatsvereinbarung, Term Sheet
- Schuldscheindarlehensvertrag, Schuldschein, Zahlstellenvertrag, Legal Opinions.

Covenants

- Kündigungsrecht bei Eigentümerwechsel des Schuldners, Negativerklärung – keine Sicherheitenstellung für andere Kapitalmarktinstrumente, Default-Klausel
- Kündigungsrecht bei Zahlungsstörungen, Finanzielle Zusicherungen
- Kündigungsrecht bei Nichteinhaltung definierter Finanzkennzahlen (z.B. Kapitaldienstdeckungsgrad, Eigenkapitalquote)

Projektdauer und Kosten

- Projektdauer etwa 3 Monate
- Kosten etwa 0,5%-2% des Emissionsvolumens. Orientierungsgröße von 1% bei einem Emissionsvolumen von € 100 Mio.

- Case Study: Schuldscheindarlehen der Gewobag im September 2015

| Transaktionsübersicht | | | | | | |
|-----------------------|---|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Rating | A1/stabil (Moody's) / A+/stabil (S&P) | | | | | |
| Volumen | 120 Mio. EUR (Erhöhung von 100 Mio. EUR) | | | | | |
| Status | Nicht nachrangig und unbesichert | | | | | |
| Kupon | Laufzeit | 10 Jahre var. | 10 Jahre fix | 12 Jahre fix | 15 Jahre fix | 20 Jahre fix |
| | Vol. in Mio.€ | 10.0 | 19.0 | 12.0 | 43.5 | 35.0 |
| | Pricing | 0,95%+6.Mon. Euribor | 1,95% | 2,40% | 2,80% | 3,00% |
| Rückzahlung | 100% zum Fälligkeitstermin | | | | | |
| Abschnittsgröße | 500.000 € | | | | | |
| Wesentliche Covenants | Negativerklärung, Pari passu, Cross Default, EZB-Klausel; Change of Control Klausel, Finanzkennzahlen (LTV, Interest Cover, Equity Ratio) | | | | | |

■ Emittenten, Rating, Volumina

| Jahr | Emittent | Rating bei Begebung | Volumen (Mio. EUR) | Besicherung |
|------|--|-------------------------|--------------------|-------------|
| 2016 | alstria office REIT | BBB (S&P) | 150 | nein |
| 2015 | LEG Immobilien Gruppe. | Baa1 (Moody's) | 122 | ja |
| 2015 | GEWOFAG Wohnen | n/a | 150 | n/a |
| 2015 | Gewobag Wohnungsbau | A1 (Moody's / A+ (S&P)) | 120 | nein |
| 2015 | POLIS Immobilien | A- (Feri) | 10 | ja |
| 2014 | Deutsche Annington (heute Vonovia) | BBB (S&P) | 120 | ja |
| 2013 | GSW Immobilien (heute Deutsche Wohnen) | n/a | 90 | ja |

■ Prozess und Zeitplan (Schuldschein)

| Prozessschritt | Aktivität | Dauer ^a |
|----------------|---|--------------------|
| 1. | Mandatierung / Kick-Off / Zusammenstellung Informationsmaterial / Credit Story | 3 Wochen |
| 2. | Erstellung, Dokumentation und Credit Report / Unternehmenspräsentation / Pre-Sounding / Ratingagentur | 3 Wochen |
| 3. | Bookbuilding – Ansprache Investoren | 4 Wochen |
| 4. | Launch mit Pricing und Festlegung der Tranchen | 1 Woche |
| 5. | Ausstellung Schuldschein und Übertragung auf Investoren | 2 Wochen |
| 6. | Erfüllung Auszahlungsvoraussetzungen und Auszahlung | 1 Woche |

Projektdauer ca. 11
Wochen

a) Einzelne Prozessschritte sind nicht additiv, sondern überschneiden sich zeitlich.

■ Konzeptionelle Merkmale von Anleihen (I)

Basisdefinition

- I.d.R. börsengehandelte verzinsliche Wertpapiere die das Recht des Gläubigers auf Zahlung eines Zinses und die Rückzahlung des geliehenen Betrags verbrieften.
- Die Höhe des Zinssatzes hängt insbesondere von der Bonität des Emittenten ab.
- Anleihen werden üblicherweise als Inhaberschuldverschreibung (§ 793 BGB) strukturiert.

Rating

- Grundsätzlich ist ein externes Rating vorgeschrieben – es hat sich als eines der zentralen Preisfindungsmechanismen an den internationalen Kapitalmärkten entwickelt. Es gibt Ausnahmeregelungen dazu – so können z.B. Unternehmen, deren Aktien im regulierten Markt zugelassen sind auf die Erstellung eines Ratings im Rahmen einer Anleiheemission verzichten.

Platzierung

- Zügige und einfache Platzierung durch arrangierende Bank im Rahmen eines Bookbuildings. In der Regel besteht keine Vollplatzierungsgarantie. Aufgrund der hohen Liquidität im Markt häufig vorfristige Beendigung der Zeichnungsphase und Repartierung (Teilzuteilung) der von den Investoren erteilten Zeichnungen. Grundlage der Platzierung sind umfangreiche Investor-Relations-Aktivitäten wie Roadshows und Presseaktivitäten.
- Platzierung vorwiegend bei Asset-Management-Gesellschaften, Versorgungswerken, Stiftungen und Privatinvestoren.

Emissionsvolumen und Preisfindung

- Zumeist ab € 20 Mio. bei Mittelstandsanleihen und „Benchmark-Anleihen ab € 500 Mio.
- Preisfindung von Faktoren wie Branchenzugehörigkeit, Bewertung bereits emittierter Anleihen, Ableitung aus entsprechender Rating-Kategorie, Sicherheitenstellung, Erst- oder Folgeemission etc. abhängig. Preisfindung im Vergleich zu Schuldscheindarlehen abhängig von jeweiliger Marktphase. In der Regel besteht ein Abschlag ggü. der Zinskonditionen bei Schuldscheindarlehen durch die leichte Handelbarkeit des Wertpapiers über die Börse.

■ Konzeptionelle Merkmale von Anleihen (II)

Publizitätspflichten/ Investoren- kommunikation

- Umfangreiche Publizitäts- und Publizitätsfolgepflichten, die abhängig sind vom gewählten Marktsegment (an der Deutsche Börse AG z.B. Entry Standard und Prime Standard als Anleihe-segmente)
- Dazu zählen u.a. Jahresabschlüsse, Halbjahresabschlüsse, i.d.R. aktualisierte Ratings, Unternehmenskalender, ad-hoc-Publizitätspflicht bzw. quasi-ad-hoc-Pflicht im Entry Standard.
- Substantielle Erweiterung der Finanzkommunikation des Emittenten, um neue Investorengruppe der Anleihe-Investoren mit höchsten Transparenzstandards.

Dokumentation

- Mandatsvereinbarung, Wertpapierprospekt, Übernahmevertrag, Zahlstellenvertrag, Globalurkunde, Börsenzulassungsvertrag, Rechtsgutachten, Comfort Letter.

Covenants

- Arten der Covenants vergleichbar mit Covenants in Schuldscheindarlehen - zusätzlich Nichtaufstockungsgebot innerhalb von 12 Monaten nach Anleiheemission. Tatsächlicher Umfang des Einsatzes häufig von der Bonität des Emittenten abhängig.

Projektdauer und Kosten

- Projektdauer etwa 3 – 4 Monate
- Kosten etwa 4%-5% des Emissionsvolumens für Anleihen kleineren Volumens (€ 30 – 50 Mio.)

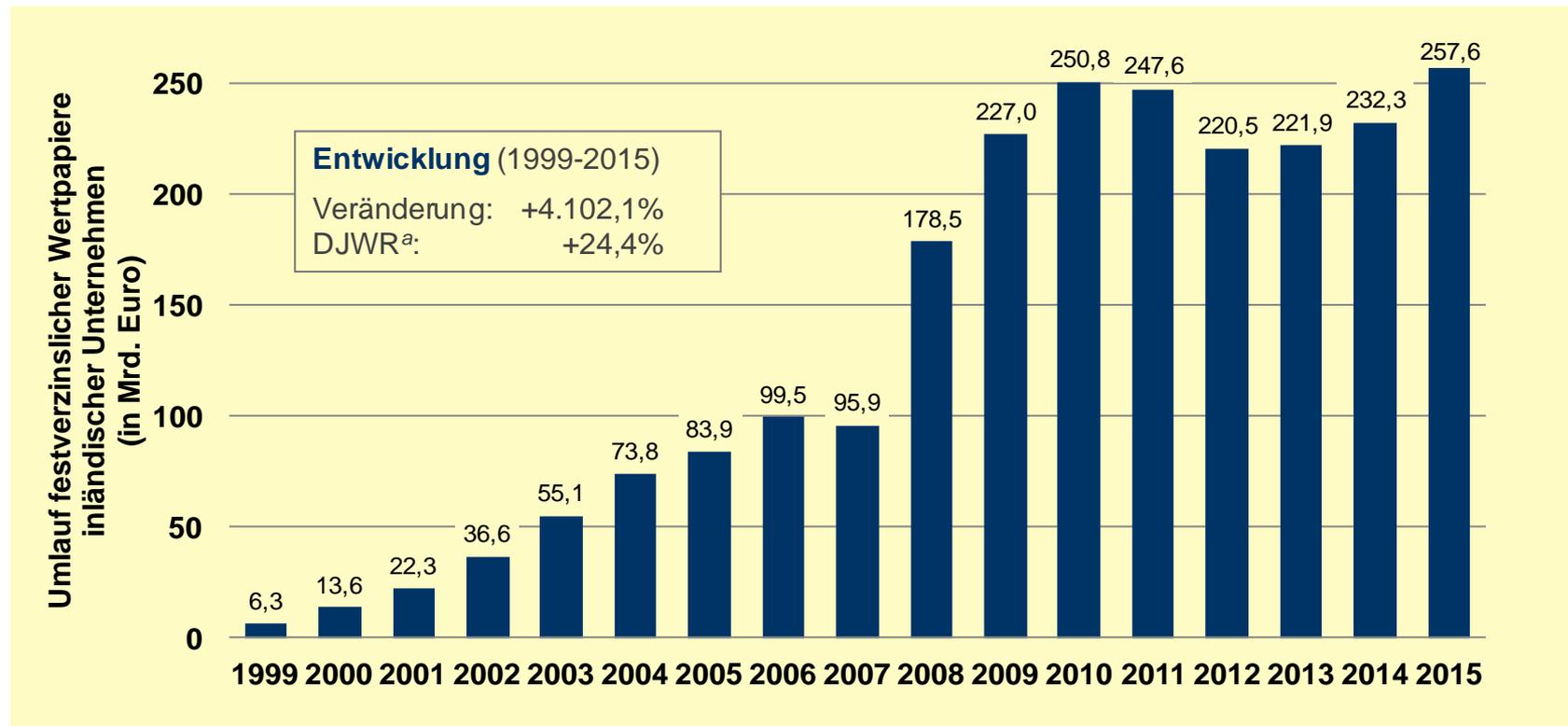
■ Kurse, Renditen, Volumina exemplarischer Anleihen

| Emittent | Emissionsvolumen | Kupon | Emissionsdatum | Fälligkeit | Kurs der Anleihe | YTM | Anleihetyp |
|--|------------------|---------|----------------|------------|------------------|--------|---------------------------------|
| Deutsche Annington (WKN: A1HNNW5) | € 600 Mio. | 3,125 % | 25.7.2013 | 25.7.2019 | 108,43 | 0,04 % | Sen. Unsec. |
| Deutsche Annington (WKN: A1HRVD) | € 500 Mio. | 3,625 % | 08.10.2013 | 08.10.2021 | 116,42 | 0,29 % | Sen. Unsec. |
| Vonovia Finance B.V. (WKN: A1ZLUN) | € 500 Mio. | 2,125 % | 09.07.2014 | 09.07.2022 | 109,87 | 0,41 % | Sen. Unsec. |
| Vonovia Finance B.V. (WKN: A1ZFW5) | € 700 Mio. | 4,625 % | 08.04.2014 | 08.04.2074 | 106,20 | n.a. | Hybrid, Nachrang |
| Deutsche Wohnen (WKN: A1YCR0) | € 250 Mio. | 0,500 % | 22.11.2013 | 22.11.2020 | 189,82 | n.a. | Wandelanleihemit WP: € 18,75 |
| LEG-Immobilien (WKN: LEG1CB) | € 300 Mio. | 0,500 % | 10.04.2014 | 01.07.2021 | 158,70 | n.a. | Wandelanleihemit WP: € 62,40 |
| TAG-Immobilien (WKN: A1TNFU) | € 200 Mio. | 5,125 % | 07.08.2013 | 07.08.2018 | 106,20 | 1,62 % | Sen. Unsec. |
| Adler Real Estate AG (WKN: A1R1A4) | € 35 Mio. | 8,75 % | 03.04.2013 | 03.04.2018 | 107,00 | 3,82 % | Sen. Unsec |
| HAHN-Immobilien- Beteiligungs AG (WKN: A1EWNF) | € 20 Mio. | 6,25 % | 01.10.2012 | 01.10.2017 | 102,43 | 3,76 % | Sen. Unsec |

Quelle: *onvista.de* (2016) unter Eingabe der WKNs; URL: „[http://www.onvista.de/...](http://www.onvista.de/)“ (Datenabruf am 30. September 2016, Eröffnungskurse per 30. September 2016).

Deutlicher Sprung der Anleihenvolumina seit 2008

■ Unternehmensanleihen von 1999 bis 2015



a) DJWR = Durchschnittlich jährliche Wachstumsrate.

Datenquelle: Deutsche Bundesbank (2016); Prof. Knüfermann-Analysen.

■ Prozess und Zeitplan (Anleihe)

| Prozessschritt | Aktivität | Dauer ^a |
|----------------|--|--------------------|
| 1. | Kick-Off / Erstellung Fact Sheet / Investment Case/ Mandatsvereinbarung/ Due Diligence | 2 Wochen |
| 2. | Einbezug der Shareholder / Vorstellung Börse | 1 Woche |
| 3. | Erstellung Prospekt und Beauftragung Rating | 4 Wochen |
| 4. | Pre-Sounding bei Investoren / Vertriebskonzept | 1 Woche |
| 5. | Prospektbilligung Aufsichtsbehörde | 4 Wochen |
| 6. | Investoren-Marketing / Mieterinformationen | 3 Wochen |
| 7. | Roadshow / Mieterinfoveranstaltungen/ Presse | 1 Woche |
| 8. | Zeichnungsfrist | 1 Woche |
| 9. | Einbeziehungsantrag / Handelsaufnahme | 2 Wochen |

Projektdauer ca. 12
Wochen

a) Einzelne Prozessschritte sind nicht additiv, sondern überschneiden sich zeitlich.

■ Kapitalmarktprodukte im Vergleich

| | Schuldscheindarlehen | Anleihe |
|-----------|--|--|
| Vorteile | <ul style="list-style-type: none">▪ Geringer Projektaufwand▪ Geringe Transaktionskosten▪ Schnelle Umsetzung▪ Auswahl des Investorenkreises▪ Geringe Publizitätsanforderungen▪ Flexibilität (Tranchen)▪ Bilanzierungsansatz als Kredit▪ Nutzung als Eigenkapital auf Ebene der Projektgesellschaft möglich | <ul style="list-style-type: none">▪ Deutliche Steigerung des Bekanntheitsgrades des Unternehmens▪ Börsengehandeltes, liquides Wertpapier▪ SchVG erleichtert ggf. die Umstrukturierung▪ Nutzung als Eigenkapital auf Ebene der Projektgesellschaft möglich |
| Nachteile | <ul style="list-style-type: none">▪ Ggf. höhere Finanzierungskosten durch Illiquiditätsaufschlag▪ Grundsätzlich keine vorzeitige Rückzahlung möglich▪ Gute Bonität des Emittenten ist kritischer Erfolgsfaktor | <ul style="list-style-type: none">▪ Großer Projektaufwand▪ Hohe Transaktionskosten▪ Hoher Aufwand im Bereich Investor Relations und Finanzmarktkommunikation▪ Erhöhte Publizitätspflichten▪ Mark-to-Market-Bilanzierung |

■ Schlussfolgerungen für Immobilienunternehmen (I)

- Grundsätzlich ist die Frage der „optimalen Finanzierungsstruktur“ eines Immobilienunternehmens abhängig von folgenden Faktoren:
 - **Geschäftsmodell** (Bestandshalter, Projektentwickler, Händler, Immobilienart)
 - **Unternehmensphase** (Start-Up, Wachstum, Konsolidierung)
 - **Finanzierungsgegenstand** (Bestände, Projekte, Liquidität)
 - **Rechtsform**
 - **Publizitätsaffinität**
 - **Betriebswirtschaftliche/ finanzwirtschaftliche Kennzahlen**
 - **Kapitalkosten**

■ Schlussfolgerungen für Immobilienunternehmen (II)

- Traditionelle **Bankkredite** bleiben weiterhin das „Kern-Finanzierungs-Produkt“ der deutschen Immobilienwirtschaft.
- Zunehmende **Regulierung** und operative Unternehmensanforderungen können eine Erweiterung des Finanzierungsmixes in Richtung kapitalmarktorientierter Finanzierungs-lösungen erfordern.
- Wachsende Anzahl von Finanzierungsinstrumenten und institutionellen Investoren erhöht den **Wettbewerb auf Anbieterseite** zum Vorteil der deutschen Immobilienwirtschaft.

■ **Schlussfolgerungen für Immobilienunternehmen (III)**

- Die Komplexität alternativer Finanzierungsformen ist u.U. höher und erfordert ggf. auf Seiten der Unternehmen ein **Umdenken** in Richtung eines erweiterten Investorenkreises sowie der Etablierung kapitalmarktorientierter Transparenzstandards.
- Die Kombination alternativer Finanzierungsformen mit der klassischen Realkreditfinanzierung bedarf der Festlegung einer insgesamt neuen **Finanzierungsstrategie** und einer genauen Sondierung der im Markt aktiven Anbieter.
- Diese Rahmenbedingungen ermöglichen es den Immobilienunternehmen, ihren **Finanzierungsmix** optimal auf die zukünftige operativen immobilienwirtschaftlichen Herausforderungen auszurichten.



Kontakt

■ Dipl.-Kfm. Christian Fuest

Kapitalmarktforschung im Fachgebiet: Volkswirtschaftslehre, insb. Mikro-, Makroökonomie und internationale Wirtschaftsbeziehungen

- c.fuest@ebz-bs.de
Tel. +49 (0)234/9447-154
- EBZ Business School
Springorumallee 20
D-44795 Bochum



Forschungsschwerpunkte:

Transaktionsberatung, Corporate Finance für mittelständische Unternehmen, Anleihen, Kapitalerhöhungen, Mezzanine-Finanzierungen, Asset-Management, Real-Estate-Investment-Banking