



Aktuelle Geschäftsmodelle von Finanzinvestoren
im Themenfeld
Wohnungswirtschaftlicher Wandel
und neue Finanzinvestoren

Bearbeitet von: TRAWOS Institut für Transformation, Wohnen und Soziale
Raumentwicklung

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

Gutachten im Auftrag der Enquêtékommision
Wohnungswirtschaftlicher Wandel und Neue Finanzinvestoren
auf den Wohnungsmärkten in NRW
Revidierte Fassung vom 31.7.2012

Inhalt

Teil A	Einführung und theoretischer Teil	15
<i>A.I</i>	<i>Einführung</i>	<i>15</i>
<i>A.II</i>	<i>Begriff und Typologie der Finanzinvestoren</i>	<i>16</i>
II.1	Real Estate Private Equity (REPE) als modellhafte Verkörperung der Neuen Finanzinvestoren	16
II.2	REPE: Investmentansatz und Renditeanspruch	18
II.3	REPE: Regulierung	20
<i>A.III</i>	<i>Rückblick auf das Wohnraum-Privatisierungsgeschehen in NRW</i>	<i>23</i>
<i>A.IV</i>	<i>Rahmenbedingungen für das Engagement von Finanzinvestoren an den Wohnungsmärkten</i>	<i>30</i>
IV.1	Finanzierungshebel und Geldpolitik	30
IV.2	Verbriefung im Schattenbanksystem	33
IV.3	Schwankende Risikopräferenzen im Übernahmезyklus	36
IV.4	Hauspreisinflation	39
IV.5	Wegfall der Wohnungsgemeinnützigkeit	41
IV.6	Pauschale Abgeltungssteuer für EK 02-Bestände	43
IV.7	Kommunale Haushalte	44
IV.8	Besondere Rahmenbedingungen für die Werkwohnungsbestände	44
IV.9	Steuerfreiheit bei der Veräußerung von Kapitalgesellschaften	45
<i>A.V</i>	<i>Real Estate Private Equity (REPE) aus Akteurssicht</i>	<i>47</i>
V.1	REPE: Rollenverteilung der verschiedenen Akteure	48
V.2	REPE aus Initiatorsicht	50
V.3	REPE aus Investorensicht	53
V.3.1	Produktspezifische Anforderungen an die Investorenschaft	53
V.3.2	Zusammensetzung der Investorenschaft	57
V.3.3	Krisenexposition der Investoren	59
V.4	REPE: Prinzipal-Agent-Problem	59
<i>A.VI</i>	<i>Auswahl der Übernahmезiele</i>	<i>61</i>
VI.1	Performance-Management	62
VI.2	Re-Development	63
VI.3	Discount Deals	64
<i>A.VII</i>	<i>Besonderheiten der Finanzierung von Übernahmेत्रansaktionen</i>	<i>65</i>
VII.1	Strukturierung einer Übernahmेत्रfinanzierung	66
VII.2	Eigenkapital	67
VII.3	Besonderheiten bei der Fremdfinanzierung von Akquisitionen: Verbriefungen und Covenants	68
VII.4	Kapitalstrukturentscheidungen: Der exzessive Einsatz des Verschuldungshebels	73
VII.5	Der Exit als Schlußstein der Finanzierung	74

Teil B	Fallstudien zu den Geschäftsmodellen ausgewählter in NRW tätiger Plattformen	79
<i>B.I</i>	<i>Deutsche Annington.....</i>	<i>81</i>
I.1	Gesellschaftsrechtliche Struktur der Deutschen Annington.....	83
I.2	Veränderungen der gesellschaftsrechtlichen Struktur durch „Clear Water“	86
I.3	Wohnungsbestand der Deutschen Annington	88
I.3.1	Verteilung der Wohnungsbestände.....	90
I.3.2	Bestandspflege und -modernisierung	93
I.4	Terra Firma als General Partner.....	98
I.5	Unternehmensfinanzierung	102
I.5.1	GRAND-Verbriefung: Entstehung und Struktur	102
I.5.2	GRAND-Verbriefung: Rolle der Covenants.....	104
I.5.3	GRAND-Verbriefung: Das roll over-Risiko.....	105
I.5.4	GRAND-Verbriefung: Der Vergleich mit den Gläubigern	106
I.6	Bilanz- und Erfolgsdarstellung	109
I.7	Strategien und Werthebel der DAIG.....	112
I.7.1	Optimierung der Geschäftsabläufe	113
I.7.2	Mieterhöhungen und Leerstand	114
I.7.3	An- und Verkaufsaktivitäten	116
I.7.4	Geschäftsprozeßneugestaltung	118
I.7.5	Clear Water und die Mieter	124
I.7.5.1	Wartezeiten und Nicht-Reaktion.....	125
I.7.5.2	Reparaturmanagement	126
I.7.5.3	Probleme bei der Neuvermietung.....	128
I.8	Quo vadis Deutsche Annington?.....	130
<i>B.II</i>	<i>Gagfah</i>	<i>133</i>
II.1	Gesellschaftsrechtliche Struktur der Gagfah	134
II.2	Wohnungsbestand der Gagfah.....	136
II.2.1	Verteilung der Wohnungsbestände.....	137
II.2.2	Bestandspflege und -modernisierung	138
II.3	Fortress als General Partner	140
II.4	Unternehmensfinanzierung	143
II.4.1	GRF-Verbriefung	143
II.4.2	Woba-Verbriefung.....	144
II.4.3	Dividendenpolitik und Aktienrückkäufe	146
II.5	Bilanz- und Erfolgsdarstellung.....	147
II.6	Strategien und Werthebel der Gagfah	149
II.6.1	Optimierung der Geschäftsabläufe	150
II.6.2	Mieterhöhungen und Leerstand	152
II.6.3	An- und Verkaufsaktivitäten	153
II.6.4	Geschäftsprozeßneugestaltung	155
II.7	Quo vadis Gagfah?.....	156

<i>B.III</i>	<i>LEG</i>	159
III.1	Gesellschaftsrechtliche Struktur der LEG	160
III.2	Wohnungsbestand der LEG	163
III.2.1	Verteilung der Wohnungsbestände.....	163
III.2.2	Bestandspflege und Modernisierung.....	165
III.3	Goldman Sachs als General Partner	167
III.4	Unternehmensfinanzierung	168
III.5	Bilanz- und Erfolgsdarstellung.....	169
III.6	Strategien und Werthebel der LEG	172
III.6.1	Optimierung der Geschäftsabläufe	172
III.6.2	Mieterhöhungen und Leerstand	175
III.6.3	Verkaufsaktivitäten.....	177
III.6.4	Geschäftsprozeßneugestaltung.....	178
III.7	Quo vadis LEG?.....	179
<i>B.IV</i>	<i>Immeo und Foncière Développement Logements (FDL)</i>	181
IV.1	Entstehung und Entwicklung der Plattform	182
IV.1.1	Von Thyssen und Krupp zu ThyssenKrupp.....	183
IV.1.2	Der Verkauf an Morgan Stanley / Corpus: Struktur und Finanzierung der Transaktion ...	185
IV.2	Gesellschaftsrechtliche Struktur.....	187
IV.3	Wohnungsbestand der Immeo	190
IV.3.1	Entwicklung des Wohnungsbestandes von FDL / Immeo	191
IV.3.2	Verteilung der Wohnungsbestände.....	193
IV.3.3	Bestandspflege und Modernisierung.....	195
IV.4	Strategie der Investoren Morgan Stanley / Corpus.....	196
IV.5	Geschäftsmodelle und Geschäftsentwicklung der FdR/FDL	197
IV.5.1	FDL.....	197
IV.5.2	FdR	199
IV.5.3	Das Geschäftsmodell der Immobilien-Transaktions-Partnerschaft.....	200
IV.6	Unternehmensfinanzierung	201
IV.6.1	Belastung der Immeo mit den Schulden der Käufer	201
IV.6.2	Erste Verbriefung.....	202
IV.6.3	Zweite Verbriefung.....	203
IV.7	Bilanz- und Erfolgsdarstellung von Immeo / FDL.....	206
IV.8	Strategien und Werthebel der Immeo.....	209
IV.8.1	Mieterhöhungen und Leerstand	210
IV.8.2	Verkaufsaktivitäten.....	211
IV.8.3	Geschäftsprozeßneugestaltung.....	212
IV.9	Der Exit von Morgan Stanley / Corpus	213
IV.9.1	Vorgezogene Teillexits	213
IV.9.2	Verkauf an den französischen REIT FDL	214
IV.9.3	Motivation und Rahmenbedingungen für die Übernahme von Immeo durch die FDL	215

IV.9.4	Bilanz der Transaktion.....	217
IV.10	Quo vadis Immeo?	218
B.V	<i>Babcock & Brown</i>	219
V.1	Gesellschaftsrechtliche Struktur.....	219
V.1.1	Exit von B&B / GPT und Restrukturierung der BGP.....	220
V.1.2	Fallstudie Resi 4 (Münster)	223
V.2	B&B und GPT als Initiatoren des Joint Ventures.....	225
V.3	Entwicklung des Wohnungsportfolios	226
V.4	Wohnungsbestand	227
V.5	Unternehmensfinanzierung	229
V.6	Strategien und Werthebel	230
V.6.1	Wohnungsverwaltung.....	230
V.6.2	Mientwicklung.....	230
V.7	B&B und die Mieter: Erfahrungen am Standort Salzgitter	231
V.8	Fazit.....	232
B.VI	<i>Andere Investoren</i>	235
VI.1	Speymill/Goal	235
VI.1.1	Gesellschaftsrechtliche Struktur	235
VI.1.2	Investitionsphase.....	237
VI.1.3	Wohnungsbestand.....	238
VI.1.4	Bestandsentwicklung	240
VI.1.5	Ankauffinanzierung	241
VI.1.6	Insolvenz der SDIC.....	242
VI.1.7	Fazit	243
VI.2	Tower Group	244
VI.3	WVB Centuria.....	254
Teil C	Zusammenfassung, Bewertung und Handlungsempfehlungen.....	263
C.I	<i>Synapse: Erfahrungen mit dem Management von</i>	
<i>Private Equity-beherrschten Wohnungsunternehmen</i>	263	
I.1	Erwartungen der Mieter und Privatisierungskritiker.....	264
I.2	Erwartungen der Investoren	267
I.3	Einsatz der Werthebel zur Renditemaximierung.....	268
I.4	Optimierung der Wohnungsportfolios	271
I.4.1	Bestandspflege und -modernisierung	271
I.4.2	Objektakquisition und Grunderwerbsteuer.....	274
I.5	Bilanz- und Erfolgsdarstellung	275
I.6	Steigerung der Mieteinnahmen	277
I.6.1	Mietpreispolitik	277
I.6.2	Leerstand und Erlösschmälerungen.....	279
I.7	Neugestaltung von Organisation und Geschäftsprozessen.....	281

I.7.1	Entwicklung der Personalbestands	281
I.7.2	Unbundling / Outsourcing	282
I.7.3	Die Rolle der Geschäftsprozeßneugestaltung im Strategiemix.....	283
I.8	Fazit: Verhalten sich die neuen Investoren anders?	286
<i>C.II</i>	<i>Entwicklungsszenarien und Risikobewertung</i>	<i>288</i>
II.1	Das Risikokalkül der Finanzinvestoren.....	288
II.2	Vergleich der Exitstrategien.....	291
II.3	Verkauf an Finanzinvestoren als ergebnisoffener Transformationsprozeß	293
II.4	Refinanzierungsrisiken.....	294
II.5	Entwicklungsszenarien.....	298
II.6	Insolvenzrisiko der Beteiligungsunternehmen	302
<i>C.III</i>	<i>REPE aus volkswirtschaftlicher und wohnungspolitischer Sicht.....</i>	<i>305</i>
<i>C.IV</i>	<i>Handlungsempfehlungen.....</i>	<i>312</i>
IV.1	Handlungsempfehlungen an die Finanzmarktregulierung und die Steuerpolitik.....	314
IV.1.1	Finanzmarktregulierung: Aufsichts-, Steuer- und Regulierungsarbitrage bekämpfen / verhindern	314
IV.1.2	Verbesserung der Refinanzierungs- und Exitaussichten.....	316
IV.1.3	Steuerpolitik: Grunderwerbsteuer „wasserdicht“ machen	317
IV.1.4	Zwischenfazit Finanzmarktregulierung und Steuerpolitik.....	317
IV.2	Handlungsempfehlungen im Bereich der Bestandspflege und -modernisierung.....	318
IV.2.1	Eingriffsmöglichkeiten nach dem BauGB (Bundesebene)	318
IV.2.1.1	Städtebauliche Sanierungsmaßnahmen.....	318
IV.2.1.2	Modernisierungs- und Instandsetzungsgebot	319
IV.2.1.3	Gemeindliche Vorkaufsrechte.....	320
IV.2.2	Eingriffsmöglichkeiten nach der Bauordnung NRW (BauO NRW).....	322
IV.2.2.1	Ergänzung der Bauordnung	323
IV.2.2.2	Erteilung von Abgeschlossenheitserklärungen	323
IV.2.3	Eingriffsmöglichkeiten nach dem (WFNG NRW)	323
IV.2.4	Zwischenfazit Bestandspflege und Modernisierung	324
IV.2.4.1	Städtebauliche Sanierungsmaßnahmen	324
IV.2.4.2	Städtebauliche Gebote	325
IV.2.4.3	Vorkaufsrechte.....	325
IV.2.4.4	Verfahrenskosten	327
IV.3	Handlungsempfehlungen im Bereich der Strategien und Werthebel.....	328
IV.3.1	Handlungsempfehlungen im Bereich der Mietpreispolitik	328
IV.3.2	Handlungsempfehlungen im Bereich der Personalpolitik.....	330
IV.3.3	Lizenz für Vermieter: Das Philadelphia-Modell.....	330
IV.4	Nachhaltige Bewirtschaftung	333
IV.4.1	Housing Investment Truste (HITs)	333
IV.4.2	Berufsbild „Wohnungswirtin“	339

IV.5	Auffanglösungen für Insolvenzfälle	341
IV.6	Fazit.....	343
Quellen	345
Sachverzeichnis	350

Abbildungsverzeichnis

Abbildung A-1: Grundmodell einer Private-Equity-Struktur	18
Abbildung A-2: Verkäufe von Wohnungsportfolien mit mehr als 800 Wohneinheiten 1999-2011	25
Abbildung A-3: Anbieterstruktur auf dem Wohnungsmarkt in NRW	26
Abbildung A-4: Marktanteile der verschiedenen Anbietergruppen auf dem Wohnungsmarkt in NRW	27
Abbildung A-5: Grundstruktur einer Kreditverbriefung (vereinfachte Darstellung).....	34
Abbildung A-6: Phasen des Übernahmezyklus.....	37
Abbildung A-7: Geschäftsbeschränkungen und Verhaltensbindungen der gemeinnützigen Wohnungsunternehmen	42
Abbildung A-8: Lebenszyklusphasen eines REPE-Investments.....	47
Abbildung A-9: Operative Plattform einer REPE-Gesellschaft.....	48
Abbildung A-10: Beteiligungs- und Vergütungsstrukturen	52
Abbildung A-11: Vor- und Nachteile eines Private Equity-Investments aus der Sicht eines Fondsinvestors.....	54
Abbildung A-12: Investorengruppen von REPE-Fonds.....	58
Abbildung A-13: Erweitertes Grundmodell einer Private-Equity-Struktur	65
Abbildung A-14: Verteilung der einzelnen Finanzierungskomponenten anhand der Loan to Value Ratio (LTV)	66
Abbildung A-15: Agency-Verbriefung	69
Abbildung A-16: Principal-Verbriefung	70
Abbildung A-17: Exit-Strategien	76
Abbildung B-1: Wohnimmobilieneigenbestand der Deutschen Annington (Anzahl WE zum 31.12.).....	81
Abbildung B-2: Gesellschaftsrechtliche Struktur der Deutschen Annington	84
Abbildung B-3: Entwicklung des Wohnungsbestandes der Deutschen Annington 2001-2009.....	89
Abbildung B-4: Struktur des Wohnungsbestands der Deutschen Annington nach Bundesländern	91
Abbildung B-5: Bestandsverteilung der Deutschen Annington in NRW	92
Abbildung B-6: Instandhaltung und Modernisierung bei der Deutschen Annington	96

Abbildung B-7: Struktur der Verbriefung GRAND.....	103
Abbildung B-8: Ergebnisentwicklung bei der Deutschen Annington.....	110
Abbildung B-9: Entwicklung des Personalbestandes der Deutschen Annington 2005-2011, Mitarbeiter zum 31.12. und Mitarbeiter je Wohneinheit einschließlich Verwaltungsbestand (rechte Skala).....	113
Abbildung B-10: Entwicklung der Leerstandsquote und der durchschnittlichen Nettokaltmiete bei der Deutschen Annington	115
Abbildung B-11: Erlöse aus der Veräußerung von Wohnungen der Deutschen Annington 2006-2011.....	117
Abbildung B-12: Wohnungsan- und -verkäufe der Deutschen Annington seit 2006	118
Abbildung B-13: Wohnimmobilieneigenbestand der Gagfah (Anzahl WE zum 31.12.)	133
Abbildung B-14: Große Ankauftransaktionen der Gagfah	134
Abbildung B-15: Gesellschaftsrechtliche Struktur der Gagfah.....	136
Abbildung B-16: Instandhaltung und Modernisierung bei der Gagfah.....	140
Abbildung B-17: Assets Under Management der Fortress Investment Group LLC 2002-1Q2012	141
Abbildung B-18: Ergebnisentwicklung bei der Gagfah.....	148
Abbildung B-19: Entwicklung des Personalbestandes der Gagfah 2005-2011, Mitarbeiter zum 31.12. und Mitarbeiter je Wohneinheit (rechte Skala)	151
Abbildung B-20: Entwicklung der Leerstandsquote und der durchschnittlichen Nettokaltmiete bei der Gagfah.....	152
Abbildung B-21: Erlöse aus der Veräußerung von Wohnungen der Gagfah 2006-2011	155
Abbildung B-22: Wohnimmobilieneigenbestand der LEG (Anzahl WE zum 31.12.)	159
Abbildung B-23: Gesellschaftsrechtliche Struktur der LEG.....	160
Abbildung B-24: Bestandsverteilung der LEG in NRW.....	163
Abbildung B-25: Instandhaltung und Modernisierung bei der LEG.....	166
Abbildung B-26: Ergebnis vor Steuern der LEG 2006-2011 (2011 von den Gutachtern geschätzt).....	170
Abbildung B-27: Entwicklung des Personalbestandes der LEG 2006-2011, Mitarbeiter zum 31.12. und Mitarbeiter je Wohneinheit (rechte Skala)	174
Abbildung B-28: Entwicklung der Leerstandsquote und der durchschnittlichen Nettokaltmiete bei der LEG.....	175
Abbildung B-29: Entwicklung des Wohnungsbestands der FDL in Deutschland 2006-2011	182

Abbildung B-30: Gesellschaftsrechtliche Struktur von FDL Deutschland	189
Abbildung B-31: Bestandsverteilung der Immeo in NRW	190
Abbildung B-32: Ergebnisentwicklung bei der FDL	208
Abbildung B-33: Entwicklung der Leerstandsquote und der durchschnittlichen Nettokaltmiete bei FDL / Immeo (Mieten: FDL Deutschland, Leerstand: Immeo Wohnen).....	211
Abbildung B-34: Entwicklung des Personalbestandes bei FDL Deutschland 2006-2011, Mitarbeiter zum 31.12. und Mitarbeiter je Wohneinheit (rechte Skala)	212
Abbildung B-35: Beteiligungsstruktur der BGP Investment	222
Abbildung B-36: Bestandsverteilung der Tower Group in NRW	247
Abbildung B-37: Bestandsverteilung der Tower Group in Wuppertal	249
Abbildung C-1: Wohnungswirtschaftliche Wertschöpfungskette.....	269
Abbildung C-2: Optimierung der laufenden Instandhaltung.....	270
Abbildung C-3: Bereinigtes Ergebnis 2006-2011 im Vergleich für die vier großen Plattformen, Mio. Euro.....	275
Abbildung C-4: Anzahl Wohneinheiten pro Mitarbeiter 2005-2011 für die vier großen Plattformen (DAIG einschl. Verwaltungsbestand)	281
Abbildung C-5: Das unternehmerische Risiko in der Wohnungswirtschaft	288

Tabellenverzeichnis

Tabelle A-1: Renditeziele unterschiedlicher Asset-Klassen	19
Tabelle A-2: Übersicht über die für NRW bedeutsamen großen Paketverkäufe	28
Tabelle A-3: Durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der realen Hauspreise in OECD-Ländern.....	39
Tabelle A-4: Reales BIP Wachstum 2001-2005 – Deutschland vs. EU25	40
Tabelle B-1: Entwicklung des Wohnungsbestands des DAIG-Konzerns 2004-2011.....	90
Tabelle B-2: Instandhaltung und Modernisierung DAIG 2006 – 2011	95
Tabelle B-3: EBITDA der Beteiligungen der Terra Firma-Fonds	99
Tabelle B-4: Fondsinvestoren der Terra Firma nach Typ	100
Tabelle B-5: Ergebnisentwicklung der Terra Firma auf der konsolidierten Fondsebene	101
Tabelle B-6: Fälligkeiten und Durchschnittszinssätze der Nominalverpflichtungen der Deutschen Annington	102
Tabelle B-7: Wertveränderungen der Immobilien bei der Deutschen Annington	110
Tabelle B-8: Schlüsselkennzahlen der Deutschen Annington	111
Tabelle B-9: Kennzahlen zu den Verkaufsaktivitäten der DAIG.....	116
Tabelle B-10: Aktionärsstruktur der Gagfah S.A.....	135
Tabelle B-11: Entwicklung des Wohnungsbestands der Gagfah 2004-2011.....	137
Tabelle B-12: Wohnungsbestand der Gagfah in Großstädten in NRW	137
Tabelle B-13: Instandhaltung und Modernisierung Gagfah 2006-2011	139
Tabelle B-14: Top Private Equity Investments der Fortress, Net Asset Value zum 30.9.2011	142
Tabelle B-15: Dividendenzahlungen der Gagfah 2006-2010	146
Tabelle B-16: Wertveränderungen der Immobilien bei der Gagfah	147
Tabelle B-17: Schlüsselkennzahlen der Gagfah.....	148
Tabelle B-18: Entwicklung wohnungswirtschaftlicher Kennzahlen 2005-2011	150
Tabelle B-19: Entwicklung der Durchschnittsmieten (Nettokaltmieten NKM) an ausgewählten Gagfah-Standorten zwischen 2006 und 2011	153
Tabelle B-20: Kennzahlen zu den Verkaufsaktivitäten der Gagfah.....	154
Tabelle B-21: Wohnungsbestand der LEG nach Regionen 2010	164
Tabelle B-22: Wohnungsbestand LEG 2007-2010	164

Tabelle B-23: Instandhaltung und Modernisierung bei der LEG 2006-2010	165
Tabelle B-24: Finanzwirtschaftliche Kennzahlen der LEG 2006-2010.....	169
Tabelle B-25: Schlüsselkennzahlen der LEG.....	170
Tabelle B-26: Bestandsentwicklung der LEG 2006-2010	178
Tabelle B-27: Transaktionsbilanz ThyssenKrupp.....	187
Tabelle B-28: Entwicklung des Wohnungsbestandes der FDL in Deutschland	192
Tabelle B-29: Verteilung des Wohnungsbestandes der FDL in NRW	194
Tabelle B-30: Instandhaltung und Modernisierung bei FDL Deutschland 2007-2011.....	195
Tabelle B-31: Entwicklung der Anteile an der FDL	198
Tabelle B-32: Rahmendaten zur Verbriefung Immeo Finance 1	203
Tabelle B-33: Rahmendaten zur Verbriefung Immeo Finance 2	205
Tabelle B-34: Schlüsselkennzahlen der FDL.....	209
Tabelle B-35: Transaktionsbilanz zum Verkauf der Immeo an FdR zum Stichtag 2.11.2006.....	215
Tabelle B-36: Leerstand, Mieteinnahmen und Aufwendungen für Instandhaltung und Modernisierung bei Resi 4, Münster	224
Tabelle B-37: Räumliche Verteilung der Quokka-Bestände IV/2011	228
Tabelle B-38: QUOKKA-Wohnungsbestände in NRW IV/2011	229
Tabelle B-39: Mietentwicklung der QUOKKA-Wohnungsbestände in NRW IV/2011.....	231
Tabelle B-40: Investitionsverlauf der SDIC März 2006-Juni 2007	238
Tabelle B-41: Wohnungsbestand der SDIC nach Ländern	239
Tabelle B-42: Verteilung des Wohnungsbestands der SDIC in NRW.....	240
Tabelle B-43: Investitionsverlauf der Tower Group A/S.....	246
Tabelle B-44: Bestandsverteilung der Tower Group in NRW.....	252
Tabelle B-45: Bestände der GGR-Gesellschaften.....	259
Tabelle B-46: Überblick GGR-Gesellschaften	260
Tabelle C-1: Instandhaltungsaufwand der großen Plattformen in Euro je m ² und Jahr.....	272
Tabelle C-2: Instandhaltungs- und Modernisierungskosten der großen Plattformen in Euro je m ² und Jahr	272
Tabelle C-3: Schlüsselkennzahlen 2011 und Jahresdurchschnitt 2006-2011 im Vergleich für die vier großen Plattformen	276

Tabelle C-4: Entwicklung der durchschnittlichen Nettokaltmieten bei verschiedenen Wohnungsunternehmen in Euro je m ² und Monat im Vergleich mit dem Bundesdurchschnitt.....	278
Tabelle C-5: Leerstandsquoten in Prozent	280
Tabelle C-6: Risikobewertung verschiedener Refinanzierungsszenarien	300
Tabelle C-7: Ergebnisbelastung der Gagfah durch gewinnbezogene Steuern in Mio. €.....	315

Vorbemerkung

Die vorliegende Studie geht auf Beiträge und Informationen vieler Menschen und Institutionen zurück. Allen, die etwas zu diesem umfangreichen Werk beigesteuert haben, gilt der ausdrückliche Dank des Projektleiters.

Gleichsam stellvertretend sollen zwei Menschen, die wesentliche Beiträge geleistet haben, mit besonderer Dankbarkeit erwähnt werden.

Lena Weinberg hat das Kapitel über die LEG NRW selbständig entworfen.

Die Fallstudien zu Speymill / Goal, Tower und WVB Centuria basieren größtenteils auf Recherchen und Textentwürfen von Harald Schwenk.

Die inhaltliche Gesamtverantwortung liegt beim Projektleiter. Das gilt insbesondere auch für die Handlungsempfehlungen. Diese sind nicht im Hinblick auf mögliche rechtliche Umsetzungshindernisse hin geprüft worden. Das gilt auch im Hinblick auf mögliche Konflikte mit dem Grundgesetz oder mit EU-Recht. Daher wird insbesondere für Schäden gleich welcher Art, die aus der Umsetzung der im Gutachten aufgeführten Handlungsempfehlungen entstehen, keine Haftung übernommen.

Das Gutachten wurde sachgemäß und nach bestem Wissen unter Berücksichtigung des Standes von Wissenschaft und Technik erstellt. Der Projektleiter übernimmt keine Gewähr dafür, daß die im Gutachten erarbeiteten Ergebnisse frei von Schutzrechten Dritter sind.

Auf Grund der Komplexität der Materie, der Fülle der zu verarbeitenden Informationen und des Umfangs des zu verarbeitenden Materials sind trotz sorgfältiger Arbeitsweise sachliche und rechnerische Fehler nicht auszuschließen. Weder das Trawos-Institut, noch der Projektleiter oder die anderen Beteiligten haften daher für die Richtigkeit und Vollständigkeit der im Rahmen dieses Gutachtens übermittelten Informationen und Beiträge, sowie für Schäden gleich welcher Art, die aus der Verwertung dieser Informationen und Beiträge entstehen.

Teil A Einführung und theoretischer Teil

A.I Einführung

In Nordrhein-Westfalen wird ein Wohnungsbestand von mindestens 320.000 Wohnungen von Finanzinvestoren kontrolliert. Dabei handelt es sich um Bestände, die von Industrieunternehmen (Werkswohnungen) oder von der öffentlichen Hand paketweise an diese Investoren verkauft worden sind. In der Studie werden die wesentlichen Wohnungstransaktionen in NRW zusammenfassend dargestellt. Die Veränderung der Angebotsbedingungen am nordrhein-westfälischen Mietwohnungsmarkt aufgrund der Verkaufsaktivitäten soll sichtbar gemacht werden.

Die Gruppe der Finanzinvestoren soll in der Studie differenziert dargestellt und die einzelnen Untergruppen sollen voneinander abgegrenzt und den traditionelleren Formen der indirekten Immobilienanlage gegenübergestellt werden. Angestrebt wird eine vertiefte Darstellung der Beweggründe, Motive und Antriebskräfte der Finanzinvestoren (Fondsinitiatoren, Fondsinvestoren und Fremdkapitalgeber) vor dem Hintergrund der für sie maßgeblichen politischen, rechtlichen sowie ökonomischen Rahmenbedingungen von der internationalen bis zur kommunalen Ebene.

Bei den größeren in NRW aktiven Finanzinvestoren handelt es sich überwiegend um Private Equity-Fonds, die ihren Anlegern Renditen zwischen 10 und 15 nach Steuern in Aussicht gestellt haben – bei rein opportunistischen Fonds zum Teil auch deutlich mehr.

Es ist offensichtlich, daß derartige Renditen Bewirtschaftungsstrategien und Finanzierungsmethoden voraussetzen, die in der deutschen Wohnungswirtschaft vorher nicht gebräuchlich waren. Abgesehen von Private Equity-Fonds sind in Nordrhein-Westfalen in geringerem Umfang auch ausländische REITs, Immobilien-Aktiengesellschaften und Immobilienfonds als Investoren an den Wohnungsmärkten aufgetreten. Die Geschäfts- und Finanzierungsmodelle dieser Adressen sind allerdings weniger uniform und zum Teil auch weniger transparent als die der Private Equity-Fonds.

Es ist ein wesentliches Ziel der Studie, diese Strategien und Methoden der neuen Finanzinvestoren zu erkennen und übersichtlich darzustellen. Dabei wird auf die Unterschiede zwischen den verschiedenen in NRW auftretenden operativen Plattformen (Deutsche Annington, LEG, Gagfah, Immeo und kleinere Plattformen wie Tower oder Centuria) eingegangen.

Das Verständnis der Geschäftsmodelle stellt aus Sicht der Autoren die Grundlage für die Risikobewertung und die Handlungsempfehlungen dar. Bei der Risikobewertung werden insbesondere auch die besonderen Finanzierungsbedingungen der neuen Finanzinvestoren berücksichtigt.

A.II Begriff und Typologie der Finanzinvestoren

Einen neuen Finanzinvestor kann man allgemein als eine Gruppe von überwiegend ausländischen Eigenkapitalgebern definieren, die aus opportunistischen Motiven eine zeitlich befristete Beteiligung an in Deutschland belegenen Wohnungsbeständen eingeht und zu diesem Zweck eine transnationale gesellschaftsrechtliche Struktur entwickelt.

Private Equity-Fonds sind insoweit als eine modellhafte Verkörperung der neuen Finanzinvestoren anzusehen. Es handelt sich hier um eine zwar kaum staatlich regulierte Form, die aber dennoch bestimmten Regeln folgt, die an den maßgebenden Finanzplätzen der angelsächsischen Länder entwickelt worden sind. Diese Regeln sind organisch gewachsen und werden flexibel gehandhabt. Sie betreffen insbesondere die Finanzierungs- und Refinanzierungsgewohnheiten und weniger die Geschäftsmodelle und Exitstrategien. Letzten Endes hat aber auch jede Finanzierungsstruktur einen singulären Charakter.

Finanzinvestoren, die nicht aus den angelsächsischen Ländern stammen, bedienen sich in der Regel nicht eines reinen Private Equity-Modells, sondern sie nutzen Rechtsformen aus ihrem jeweiligen Herkunftsland wie REITs und Immobilienaktiengesellschaften, die ihnen für ihre Zwecke geeignet erscheinen. Die Vielfalt der Strukturen und Finanzierungsmodelle ist auf diesem Gebiet noch wesentlich größer als bei klassischen Private Equity-Investments.

Die Gutachter haben sich daher dafür entschieden, Private Equity-Strukturen als Referenzmodell zu behandeln und die abweichenden Formen an diesem Referenzmodell zu messen. Diese Vorgehensweise kann auch pragmatisch damit gerechtfertigt werden, daß die großen in NRW vertretenen Wohnungsplattformen bis auf Immeo alle dem Private Equity-Modell entsprechen.

II.1 Real Estate Private Equity (REPE) als modellhafte Verkörperung der Neuen Finanzinvestoren

Unter einer Private Equity-Finanzierung versteht man die Bereitstellung von außerbörslichem Eigenkapital durch Finanzinvestoren für zeitlich befristete Unternehmensübernahmen (Kofner 2006a und Kofner 2006b). Real Estate Private Equity (REPE) im besonderen wird definiert als die Bereitstellung außerbörslichen Eigenkapitals durch externe Investoren für Immobilienfinanzierungen (Bräscher 2005, S. 3) und zwar insbesondere für die Übernahme von bestandshaltenden Immobilienunternehmen. Zum Teil wird REPE in der Literatur als eigenständige Assetklasse angesehen.

Die Definition nach Cordes (2009, S. 96) betont die Finanzierungsseite und deutet die besondere Risikoexposition an: „Bei Real Estate Private Equity (REPE) im eigentlichen Sinne handelt es sich um eine Finanzierungsart, bei der externes Beteiligungs- bzw. Risikokapital über Fondslösungen zur Auffüllung von Eigenkapitallücken bei der Finanzierung von Immobilien bereitgestellt wird. Die Finanzierung erfolgt dabei mit einem hohen Fremdkapitaleinsatz.“

Die Definition nach Rottke (2004, S. 22) hebt den aktiven Managementansatz und die zeitliche Befristung des Engagements von Private Equity-Fonds hervor: „Private Equity ist eine

Art der Unternehmensfinanzierung, bei der nichtbörsennotierten Unternehmen von spezialisierten Finanzintermediären mittel- bis langfristig Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Mittel zur Verfügung gestellt werden. Private-Equity-Gesellschaften nehmen eine aktive Rolle bei der Kontrolle und Betreuung ihrer Portfoliounternehmen ein und leisten bei Bedarf Managementunterstützung. Zur Realisierung eines Kapitalgewinns besteht von vorneherein die Absicht, die Beteiligung wieder zu veräußern.“

Das Eigenkapital wird von Fondsinvestoren zur Verfügung gestellt, die Anteile an den REPE-Fonds zeichnen. Die Fremdmittel für die Übernahme der (Wohnungs-)unternehmen werden durch Konsortialkredite aufgebracht, die nicht selten anschließend in Form von „Commercial Mortgage Backed Securities“ (durch Ansprüche auf die Immobilien des übernommenen Unternehmens besicherte Anleihen) *verbrieft* werden. Die Laufzeiten derartiger Übernahmefinanzierungen bewegen sich noch im mittelfristigen Bereich (5-10 Jahre). So hat die GRAND-Verbriefung der Deutschen Annington eine Laufzeit von 7 Jahren.

Grundsätzlich können alle typologischen und geographischen Immobilienmarktsegmente in den Fokus dieser Art von Investoren geraten. Anlagekategorien können etablierte Bestands- und Entwicklungsobjekte oder -portfolios, notleidende Immobilienkredite sowie Immobilienunternehmungen sein. Ein wesentliches Element eines Private Equity-Investments ist schließlich der überdurchschnittliche Verzinsungsanspruch des eingesetzten Eigenkapitals (Rotke 2004, S. 28).

Private-Equity-Investitionen im Immobiliensektor sind im Einzelnen durch folgende Merkmale gekennzeichnet¹:

- Es handelt sich um alternative Investments, d.h. der Initiator und das Fondsmanagement bewegen sich außerhalb des regulierten Banken- und Investmentfondsbereichs. Daraus ergeben sich vergleichsweise große unternehmerische Freiheitsgrade.
- Die hohe Erwartung an die zu erzielende Eigenkapitalrendite geht mit einer hohen Risikobereitschaft der Kapitalgeber einher.
- Das benötigte Eigenkapital wird über Private Equity-Fonds von institutionellen und privaten Investoren eingeworben.
- Die Investitionsobjekte sind bei der Akquisition des Kapitals in der Regel noch nicht bekannt („Blind pool“).
- Die Investitionen erfolgen gemäß einer definierten Anlagestrategie, die sich an den spezifischen Wertsteigerungspotentialen der übernommenen Immobilien-Portfolios orientiert. Die Anlagestrategie kann eine Neustrukturierung der Geschäftsprozesse beinhalten.
- Bei der Prüfung, Verhandlung und Abwicklung der Transaktionen werden Instrumente nach angelsächsischem Muster angewandt.

¹ Mosert 2003, S. 11 und Austrup 2007, S. 14 f.

- Die Finanzierung erfolgt in der Regel mit einem hohen Fremdkapitalhebel und nicht selten werden die Übernahmekredite im unregulierten Bereich des Kapitalmarktes verbrieft.
- Das Engagement ist durch einen kurz- bis mittelfristigen Investitionshorizont mit einem im Vorfeld definierten Exit gekennzeichnet.
- Zur Begrenzung ihres Risikos bedingen sich die Kapitalgeber Mitbestimmungsrechte aus. Das Fondsmanagement wird durch anreizorientierte Vergütungsstrukturen motiviert, im Sinne der Fondsinvestoren zu handeln.

II.2 REPE: Investmentansatz und Renditeanspruch

Private Equity-Fonds werden von Private Equity-Häusern wie Fortress oder Terra Firma oder von Investmentbanken wie Goldman Sachs aufgelegt. Als Kapitalgeber solcher Fonds (Fondsinvestoren) treten sowohl vermögende Privatanleger als auch institutionelle Investoren wie Versicherungen und Pensionskassen auf.

Private Equity-Fonds verhalten sich ganz anders als Investmentfonds. Sie sind mit herkömmlichen Aktienfonds nicht vergleichbar. Die Private Equity-Fonds streben nach unternehmerischer Kontrolle über die Zielunternehmen und sie legen in der Regel bereits unmittelbar nach einer Übernahme ein hohes Maß an unternehmerischem Engagement an den Tag, das sich in Organisationsreformen und in den meisten Fällen auch in einer Neuausrichtung des Geschäftsfeldportfolios äußert.

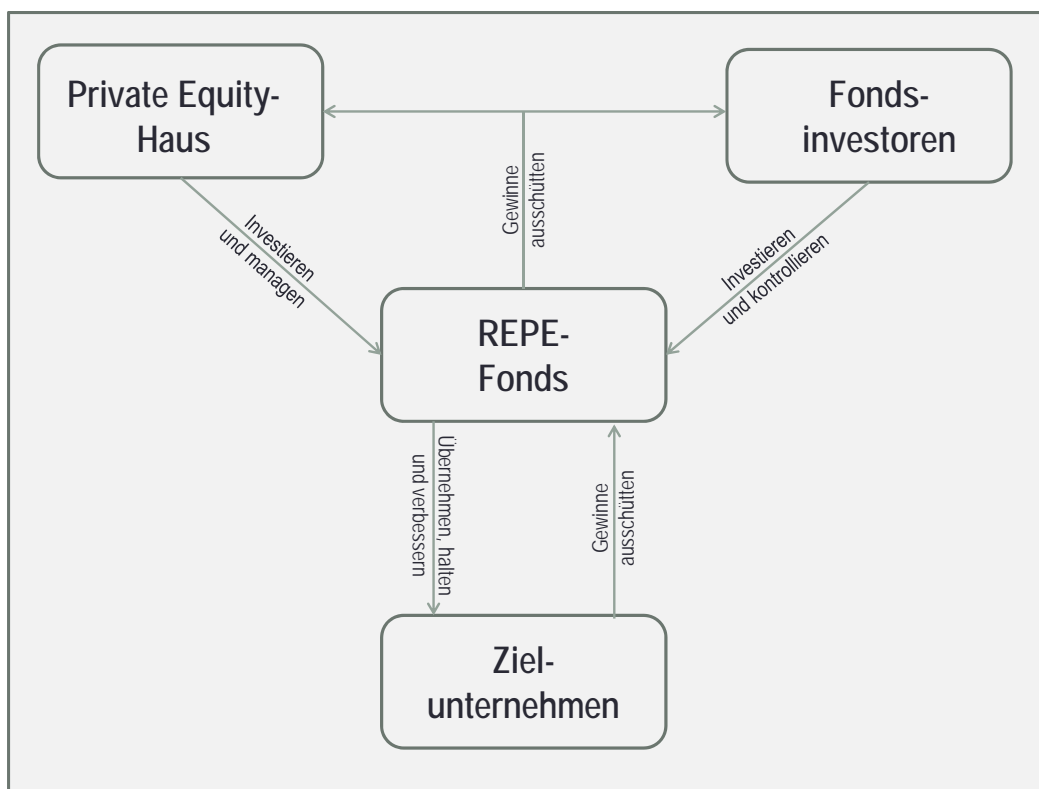


Abbildung A-1: Grundmodell einer Private-Equity-Struktur

Den Investmentansatz der Private Equity-Gesellschaften kann man als wertorientiert bezeichnen. Sie wollen auf mittlere Sicht den Wert des übernommenen Unternehmens bzw. Immobilienportfolios durch aktive oder passive Investmentansätze deutlich steigern, um dann später die erzielten Wertsteigerungen durch die – gegebenenfalls auch schrittweise – Liquidation ihres Investments zu realisieren. Als Objekte für diesen Investmentansatz sind besonders Unternehmen mit einer Kombination aus wertvollen Ressourcen und Managementdefiziten geeignet.

Die Renditeniveaus, die die Private Equity-Gesellschaften ihren Kapitalgebern in Aussicht stellen, bewegen sich zwischen 10 und 15 Prozent nach Steuern. Solche Renditen kann man auf dem Wohnungsmarkt nur durch eine aktive Transaktionsorientierung erzielen. Man hält sich an die alte Kaufmannsregel: „Buy low, sell high!“ (Deutsch etwa: „Der Gewinn liegt im Einkauf!“). Verkauft werden die übernommenen Bestände an die derzeitigen Mieter (Mieterprivatisierung), aber auch die Plazierung von Teilbeständen oder ganzen Unternehmensplattformen am Kapitalmarkt ist regelmäßig Teil der Verwertungsstrategie. Die Eigenkapitalrendite wird durch eine risikofreudige Finanzierungsstrategie mit einem hohen Anteil an Fremdmitteln zusätzlich heraufgehoben.

	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

Tabelle A-1: Renditeziele unterschiedlicher Asset-Klassen

Quelle: Schäfer 2005, Feri Wealth Management

Die Renditeansprüche reflektieren das hohe Risiko von Private Equity-Investments: „Jeder Beteiligte muß für das einzugehende Risiko einen entsprechenden (finanziellen) Ausgleich in Aussicht haben, um ein Vorhaben realisieren zu wollen“ (Bräscher 2005, S. 5). Die Initiatoren bedienen sich eines opportunistischen Anlagestils. Sie suchen also gezielt nach besonders risikoreichen Investitionsmöglichkeiten und sie nutzen den Fremdkapitalhebel, um das Risiko

ihrer Investition noch weiter zu steigern. Das spekulative Element dieses Investitionsansatzes ist nicht zu verkennen. Aufgrund ihres großen nicht-normierten Handlungsspielraums eignen sich REPE-Fonds sehr gut für Investitionen in risikoreiche Projekte (Cordes 2009, S. 103).

Die meisten Fondsinvestoren nutzen Real Estate Private Equity aber nur als Beimischung in ihrem Portfolio. Sie mischen die Anlagestile (Core / Value Added / Opportunistisch). Der Anlagestil kann durch die Auswahl der Zielobjekte, die quantitativen Renditeziele, das Risiko der Anlage, den Verschuldungsgrad und gegebenenfalls durch die Art der anstehenden Bewirtschaftungsaufgaben beschrieben werden. In den meisten Immobilienportfolios existieren unterschiedliche Anlagestile nebeneinander. Ein Immobilienportfolio besteht in der Regel aus einem Spektrum von Immobilien aus unterschiedlichen Risikoklassen. Neben soliden Basisinvestments stehen spekulative Anlagen mit einem ganz anderen Risikoprofil.

Arten von Anlagestilen

Man unterscheidet bei Immobilieninvestments im Wesentlichen drei Arten von Anlagestilen: Core, Value added und opportunistisch. Mit diesen Anlagestilen wird ein Spektrum von Risiko-/Renditeprofilen beschrieben. Mit einem Core-Investment werden bescheidene Renditeziele mit einem möglichst geringen Risiko der Zielverfehlung angestrebt. Die Bezeichnung „Core“ deutet darauf hin, daß Immobilien, die ein solches Profil erwarten lassen, den Schwerpunkt eines Immobilienportfolios bilden sollten.

Mit einem Value added Investment begibt man sich auf die nächsthöhere Risikostufe. Es sollen damit zusätzliche Werte im Sinne einer gemessen am Vergleichsindex überdurchschnittlichen Rendite geschaffen werden. Um das zu erreichen muß man in neuartige Immobilientypen oder in Immobilien mit Schwachstellen investieren und versuchen, die Rendite des Investments mittels eines höheren Fremdkapitalanteils an der Finanzierung weiter heraufzubeheben.

Am höchsten sind Risiko und Renditeziele bei einem opportunistischen Investment bemessen. Um eine Chance auf die Realisierung der extrem hohen Renditeziele zu haben, sind neben noch größeren Fremdkapitalhebeln auch andere Arten von Investitionsobjekten auszuwählen. Diese sind durch zusätzliche Risiken wie zum Beispiel die Erschließung neuer Märkte, Fertigungswagnisse bei Projektentwicklungen oder Währungsrisiken gekennzeichnet.

Quelle: in Anlehnung an Kofner 2010a

II.3 REPE: Regulierung

Die REPE-Fonds sind Investmentvehikel, mit denen risikoreiche Geschäftsmodelle verfolgt werden und mit denen zum Teil erhebliche *wirtschaftliche Macht* ausgeübt wird. Die Folgen der Entscheidungen des Fondsmanagements für die betroffenen Unternehmen und deren verschiedene Stakeholdergruppen können gravierend sein.

Dem steht eine vergleichsweise geringe Regulierungsintensität gegenüber. Die REPE-Fonds gelten nicht als Investmentfonds und ihre Initiatoren nicht als Kapitalanlagegesellschaften. Damit sind die Regelungen des deutschen Investmentgesetzes im Hinblick auf die Konzessionierung und die laufende Aufsicht nicht anwendbar. Als Nichtbanken unterliegen die Fonds und ihre Initiatoren auch nicht den Bestimmungen des Kreditwesengesetzes.

Allerdings wurde mit der EU-Richtlinie für Alternative Investment Fund Managers (AIFM)² eine harmonisierte Regulierung auf der EU-Ebene geschaffen, die sich auf das Management von „Alternative Investment Funds“ (AIF) bezieht. Darunter fallen neben Immobilienfonds, Hedgefonds, Rohstofffonds, Infrastrukturfonds und anderen institutionellen Fonds auch Private Equity-Fonds.

Die an die Mitgliedstaaten gerichtete Richtlinie bezieht sich nicht auf die Fonds selbst, sondern auf deren Manager. Außerdem muß sie noch in nationales Recht umgesetzt werden. Mit der Umsetzung wird sich das Regulierungsumfeld der REPE-Fonds verschärfen, denn die Richtlinie wirkt sich indirekt auch auf die Fonds selbst und ihre Beteiligungen aus. Im einzelnen enthält die EU-Richtlinie Regelungen in folgenden Bereichen:

- Zulassungsvoraussetzungen für AIFM
- Mindesteigenkapitalanforderungen
- Anforderungen an das Risikomanagement
- Vergütungsregeln zur Risikobegrenzung
- Regelmäßige und unabhängige Bewertung der Vermögenswerte des AIF
- Trennung von Verwahrung und Verwaltung der Vermögenswerte des AIF
- Zulassungsvoraussetzungen für Verwaltung / Vertrieb von AIF
- Drittstaatenregelung
- Veröffentlichungs- / Berichtspflichten zur Erhöhung der Transparenz der AIF gegenüber Anlegern und Behörden zum Anlegerschutz und zur Aufsicht der Behörden
- Vorkehrungen gegen das finanzielle Aussagen von beherrschten Unternehmen („Asset Stripping“)
- Bestandsschutz für geschlossene Fonds

Die neuen Regelungen sichern ein Mindestmaß an Kompetenz auf der Ebene des Fondsmanagements. Ein strategischer Angelpunkt sind ohne Frage die Vergütungsregelungen. Hier ist die Richtlinie selbst allerdings unbestimmt, so daß es auf die technischen Details und die Empfehlungen der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörde ESMA an die nationalen Aufsichtsbehörden im Hinblick auf die tagtägliche Anwendung ankommen wird.

Die Regelungen zur Bewertung der Vermögenswerte und zur Trennung von Verwahrung und Verwaltung der Vermögenswerte dienen ebenso wie die Veröffentlichungs- / Berichtspflich-

² Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, Amtsblatt der Europäischen Union L 174/1 v. 1.7.2011.

ten dem Schutz der Fondsinvestoren. Die Vorkehrungen gegen das Asset Stripping beziehen sich auf die finanziellen Beziehungen zwischen den Private Equity-Fonds und den Beteiligungsunternehmen.³

³ Für weitere Einzelheiten Höppner 2011.

A.III Rückblick auf das Wohnraum-Privatisierungsgeschehen in NRW

Die öffentlich zugänglichen Informationen zum Verkauf großer Wohnportfolien mit über 800 Wohneinheiten werden – nach einer Pilotstudie des IfS – seit Jahren vom BBSR erfaßt. Zur NRW-spezifischen Auswertung der BBSR-Datenbank bestehen Absprachen mit der Enquete-Kommission. Vor diesem Hintergrund können wir uns darauf beschränken, die quantitative Entwicklung zusammenzufassen und die in unserem Kontext wesentlichen Punkte hervorzuheben.

Nach dem jüngsten BBSR-Bericht⁴ wurden im Rahmen großer Portfolioverkäufe ab 800 Einheiten von 1999 bis Ende 2011 bundesweit insgesamt 2,05 Mio. Wohnungen gehandelt. Das sind 5,1 Prozent des gesamten deutschen Wohnungsbestandes oder 9,8 Prozent des Geschößwohnungsbestandes. An dieser Entwicklung hatten die auf kurze Haltefristen angelegten Geschäftsmodelle neuer Finanzinvestoren einen wesentlichen Anteil.

Finanzinvestoren waren insbesondere an Zweitmarkttransaktionen beteiligt. Das wird deutlich, wenn man den Anteil der sogenannten Mehrfachverkäufe am gesamten Transaktionsvolumen betrachtet. In der oben genannten Zahl der gesamten Wohnungsverkäufe sind nach den jüngsten BBSR-Angaben 1,42 Mio. sogenannte „Erstverkäufe“ enthalten. Beim Verkauf von über 630.000 Wohnungen handelte es sich demnach um sogenannte „Zweit- oder Mehrfachverkäufe“. Die Wohnungen waren in diesen Fällen in der betreffenden Periode schon mindestens einmal verkauft worden. Der Anteil der Mehrfachverkäufe an allen großen Portfolioverkäufen lag also in der gesamten Periode bei mehr als 30 Prozent. Das ist eine Umschlagshäufigkeit, die für den deutschen Wohnungsmarkt eine neue Qualität darstellt.

Von den oben genannten gut 2 Millionen gehandelten Wohnungen wurden etwa 917.000 Wohnungen von der öffentlichen Hand veräußert. In diesen Verkäufen kommen geänderte Prioritätensetzungen in den öffentlichen Haushalten zum Ausdruck, deren ideologischen Hintergrund nicht zuletzt die Vorstellung eines „schlanken Staates“ bildete. Nachdem die große kriegs- und kriegsfolgenbedingte Wohnungsnot durch staatliche Interventionen abgebaut worden war, wurde die Frage nach der Notwendigkeit öffentlicher Wohnungsbestände für die Daseinsvorsorge neu gestellt und unterschiedlich beantwortet.

Die Kommunen hatten an den Verkäufen einen Anteil von etwa 385.000 Wohnungen, Bund und Länder haben rund 532.000 Wohnungen verkauft. Die Privatisierungswelle wurde also nicht, wie gelegentlich behauptet wurde, vor allem von überforderten oder überschuldeten Kommunen angeschoben, sondern in erster Linie von Bund und Ländern. Der Bund und die Länder haben Wohnungsbestände abgegeben, die angemessene Renditen abwarfen oder die für die Versorgung von Staatsbediensteten (Bahn, Post) oder die Landes- und Regionalentwicklung (LEG NRW, THS) bedeutsam waren. Die Bundes- und Landwohnungen ließen sich möglicherweise schneller privatisieren als die kommunalen Bestände, weil wegen der breiteren räumlichen Streuung der Bestände der politische Widerstand schwerer zu orga-

⁴ BBSR-Analysen KOMPAKT 06/2012.

nisieren war. Während die Verkaufsaktivitäten von Bund und Ländern auf hohem Niveau fortgesetzt werden, ist bei den Kommunen nach schlechten Erfahrungen und viel Kritik eine gewisse Zögerlichkeit eingetreten. Ihr Privatisierungspotential ist dafür noch um so größer.

Von privaten Adressen wurden in Großpaketen 1,028 Mio. Wohnungen verkauft. Das entspricht etwa der Hälfte des gesamten Transaktionsvolumens. Davon befanden sich zuvor laut BBSR 652.000 Wohnungen im Eigentum von „deutschen privatwirtschaftlichen Unternehmen“. Bei 283.000 Wohnungen waren die Verkäufer „Unternehmen aus dem angelsächsischen Ausland“ und bei 46.000 Wohnungen stammten die Verkäufer aus dem „kontinentaleuropäischen Ausland“. Wir nehmen an, daß es sich sowohl bei den „Unternehmen aus dem angelsächsischen Ausland“ als auch bei den „kontinentaleuropäischen Ausländern“ ganz überwiegend um Verkäufer handelt, die ihre Bestände von Staat, Kommunen und „deutschen privatwirtschaftlichen Unternehmen“ erworben hatten und sie nur über vergleichsweise kurze Zeiträume gehalten haben. Bei den „deutschen privatwirtschaftlichen Unternehmen“ handelt es sich vor allem um große Industrieunternehmen, die Werkwohnungsbestände veräußerten, weil sie nicht (mehr) zu ihren Geschäftsmodellen paßten (Fokussierung auf das Kerngeschäft).

Die öffentliche Hand ist nur selten (in 15 Prozent der Verkaufsfälle) als Käuferin aufgetreten, während der private Sektor bei 80 Prozent der Transaktionen auf der Käuferseite stand. Davon entfielen auf die „Angelsachsen“ 48 Prozent aller gehandelten Wohnungen und auf die kontinentaleuropäischen Ausländer 10 Prozent. Diese hohen Anteile sind vor allem auch bemerkenswert, weil die „Ausländer“ vor der großen Transaktionswelle noch kaum als Käufer auf dem Markt vertreten waren.

Betrachtet man den Saldo der Käufe und Verkäufe, so ergeben sich spürbare Anteilsverschiebungen zwischen den auf diese Weise abgegrenzten Eigentümergruppen. Während die öffentliche Hand per Saldo etwa 550.000 Wohnungen und die deutsche Privatwirtschaft rund 197.000 Wohnungen eingebüßt haben, haben die „Angelsachsen“ 670.000 Wohnungen und die „Kontinental-Europäer“ 160.000 Wohnungen hinzugewonnen. Etwa vier Prozent des deutschen Mietwohnungsbestandes sind also „globalisiert“ worden.

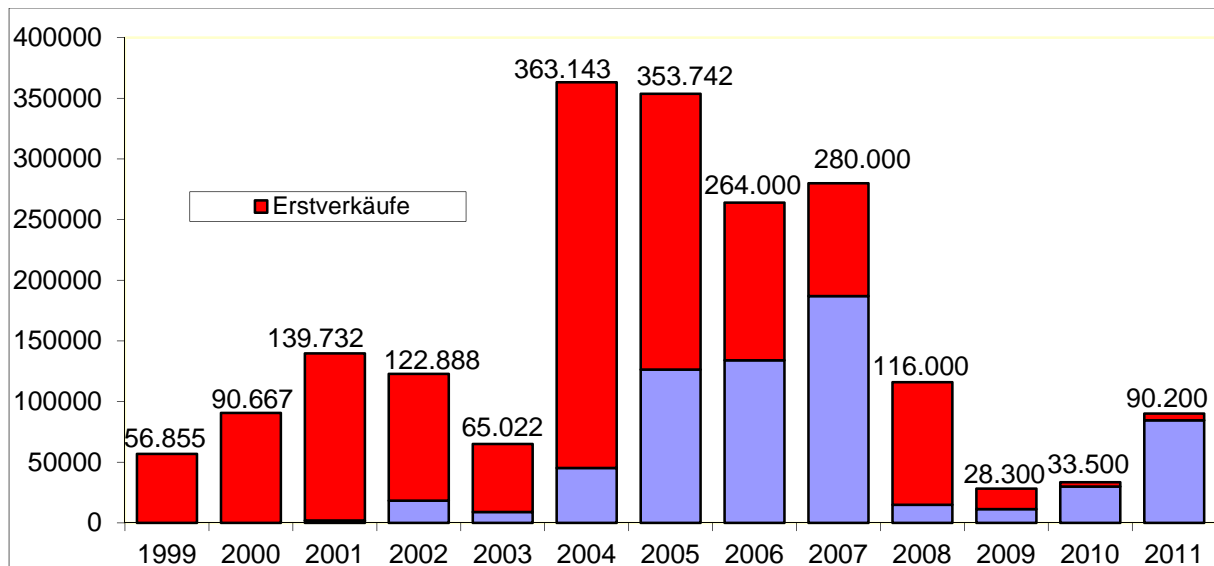


Abbildung A-2: Verkäufe von Wohnungsportfolien mit mehr als 800 Wohneinheiten 1999-2011

Quelle: BBSR und IfS

Das Transaktionsgeschehen zeigt einen zyklischen Verlauf. Den vorläufigen Höhepunkt der Entwicklung markierten die Jahre 2004-2007. Darauf folgte ein tiefer Einbruch (das Jahr 2008 war noch von dem in der Spätphase des Zyklus eingeleiteten LEG-Verkauf in NRW geprägt). Im vergangenen Jahr setzte eine Erholung des Marktes ein, die sich 2012 aufgrund schon abgeschlossener oder noch anstehender Transaktionsgeschäfte, vor allem des Bundes und der Länder, voraussichtlich stark beschleunigen wird.

Etwa seit dem Jahr 2004 besteht ein wesentlicher Teil der Transaktionen aus Wiederholungsverkäufen. Dabei wurden Wohnungen verkauft, die schon mindestens einmal von einem Finanzinvestor erworben worden waren. In vielen dieser Verkaufsfälle waren die Unternehmen bereits mit Übernahmeschulden belastet. Bei den Bestandsinvestitionen haben die Zwischenhändler allerdings meistens Zurückhaltung geübt.

Auch in NRW ist ein beachtlicher Teil der werksgebundenen und öffentlichen Wohnungsbestände neu zugeordnet worden und dies hauptsächlich in der Form des Verkaufs kompletter Wohnungsunternehmen an Private Equity-Fonds und andere Finanzinvestoren. Mit diesen Privatisierungen wurde ein fundamentaler Wandel auf der Anbieterseite des Wohnungsmarktes eingeleitet. In einer langfristigen Betrachtung handelt es sich um den wahrscheinlich unwiderruflichen Austausch von öffentlichem oder sozial gebundenem Kapital gegen privates Risikokapital, das nach Renditemaximierung strebt.

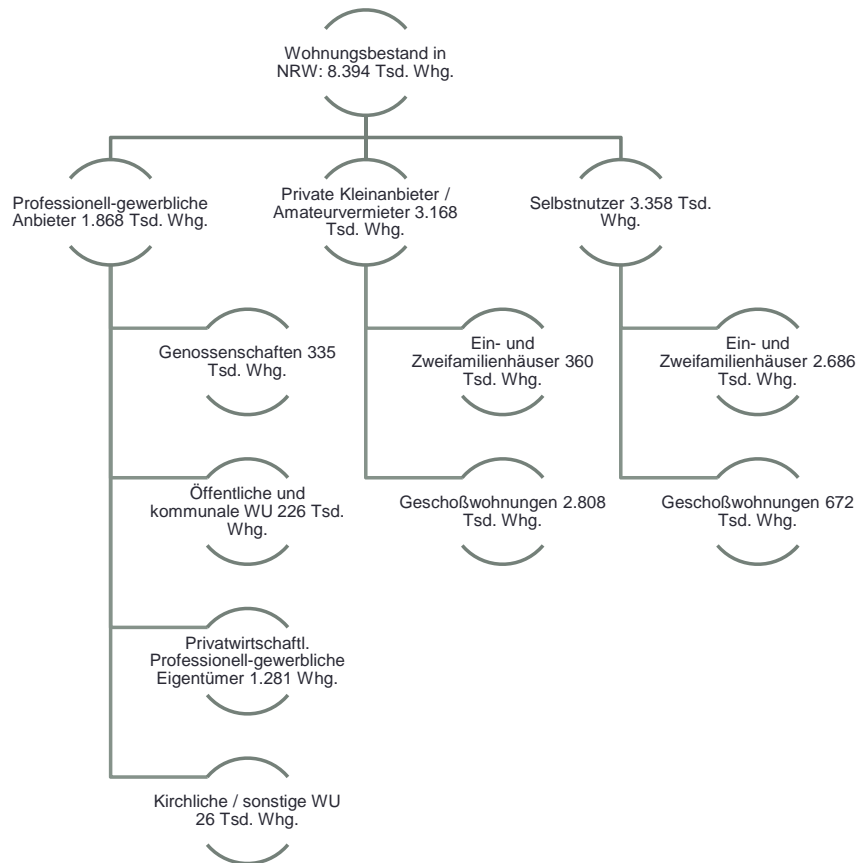


Abbildung A-3: Anbieterstruktur auf dem Wohnungsmarkt in NRW

Quelle: InWIS 2010, S. 84

In NRW lag der Schwerpunkt der Übernahmeaktivitäten der Finanzinvestoren nicht im Bereich der öffentlichen Wohnungsbestände.⁵ Im Fokus standen vielmehr die werksgebundenen Wohnungsbestände. Diese Bestände sind mittlerweile aus der historischen Bindung an die jeweiligen Industrieunternehmen (mit Schwerpunkt im Montanbereich) vollständig herausgelöst worden. Von den Privatisierungen betroffen waren auch Sozialwohnungsbestände (aktuelle und ehemalige Sozialwohnungen), die nun nicht mehr unmittelbar für die Versorgung benachteiligter Bevölkerungsschichten zur Verfügung stehen.

Die entsprechenden Anteilsverschiebungen haben sich innerhalb des Sektors der professionellen Privatvermieter abgespielt, zu dem die Werkswohnungsunternehmen bereits vor ihrem Verkauf an die Finanzinvestoren zählten. Die Anbieterstruktur in NRW unterscheidet sich vor allem im Hinblick auf den Marktanteil der professionellen Privatvermieter von den in ganz Deutschland herrschenden Strukturen. Diese Anbietergruppe verfügt in NRW über einen un-

⁵ In Köln bot Terra Firma Capital Partners 2002 für die städtischen Wohnungsbaugesellschaften GAG und Grubo €420 Mio. Der Verkauf wurde von einem breit getragenen Bürgerbegehren bekämpft. Am Ende scheiterte der Verkauf aber am Widerstand von drei CDU-Ratsherren im Jahr 2003. Quelle: http://de.wikipedia.org/wiki/Terra_Firma_Capital_Partners.

gefähr doppelt so hohen Anteil am gesamten Wohnungsbestand wie in Deutschland. Die kommunalen und genossenschaftlichen Vermieter weisen in NRW entsprechend kleinere Anteile auf, während die relative Bedeutung der privaten Amateurvermieter und der Selbstnutzer ähnlich ist.

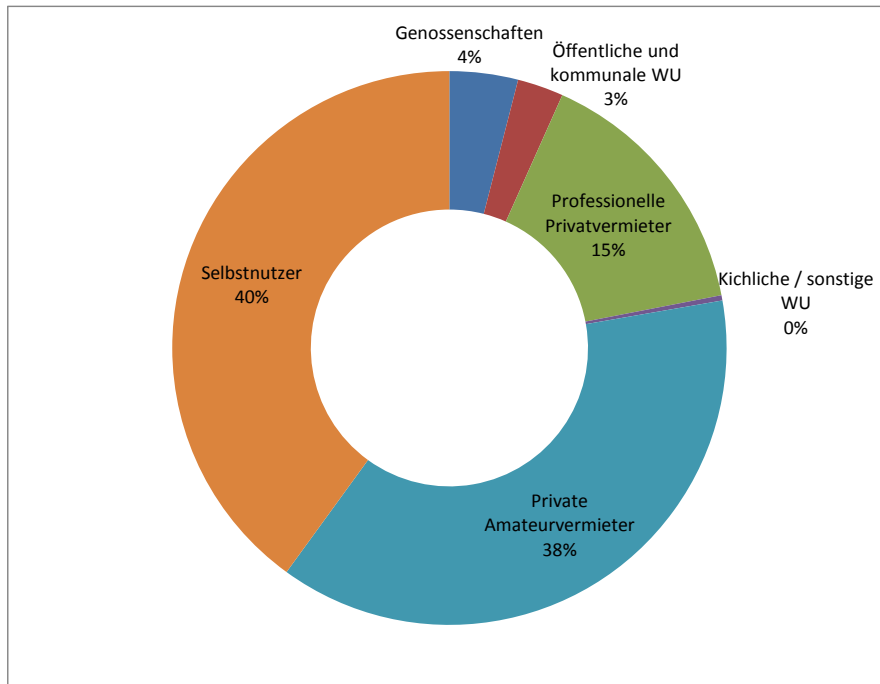


Abbildung A-4: Marktanteile der verschiedenen Anbietergruppen auf dem Wohnungsmarkt in NRW

Quelle: InWIS 2010, S. 84

Die ersten Meilensteine für das Transaktionsgeschehen in NRW wurden zu Beginn der letzten Dekade durch den Bund gesetzt. Den Auftakt machte die Privatisierung von 112.000 Eisenbahnerwohnungen, darunter 3.700 in Essen und jeweils mehr als 5.000 in Duisburg und Köln. Von den Bahnwohnungen gingen allein 64.000 an die Deutsche Annington. Den nächsten Meilenstein setzte im Jahr 2004 die Deutsche Rentenversicherung mit dem Verkauf der Gag-fah an die Fortress. Bei dieser Transaktion wechselten rund 82.000 Wohneinheiten ihren Eigentümer. Im selben Jahr erfolgte die erste große Transaktion von Werkswohnungen, der Verkauf der 48.000 Wohnungen von ThyssenKrupp an Morgan Stanley / Corpus. Dieser Bestand wurde im Jahr 2006 größtenteils an die französische Aktiengesellschaft Foncière Développement Logements (FDL) weiterverkauft. Die wichtigste Transaktion für NRW fand im Jahr 2005 statt: der Verkauf der Viterra AG mit 138.000 zu großen Teilen in NRW belegenen Wohnungen durch das Versorgungsunternehmen E.ON an die Deutsche Annington. Die letzte große Transaktion wurde 2008 durch das Land eingeleitet: der Verkauf der LEG NRW mit über 90.000 Wohnungen an Whitehall / Goldman Sachs.

Rückblick auf das Wohnraum-Privatisierungsgeschehen 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	ThyssenKrupp	Morgan Stanley / Corpus	48.000	2,10	43.750
Jul 04	Gagfah	BfA	Fortress	82.000	3,50	42.683

Tabelle A-2: Übersicht über die für NRW bedeutsamen großen Paketverkäufe

Abgesehen von diesen Großtransaktionen hat es in NRW noch zahlreiche Verkäufe und Wiederverkäufe kleinerer Portfolien durch verschiedene Eigentümer, darunter auch von Kommunen und Genossenschaften gegeben.

Alles in allem haben in NRW etwa eine halbe Millionen Wohnungen im Zuge großer Transaktionen ihren Eigentümer gewechselt. Den aktuellen Bestand an Wohnungen in NRW unter direkter oder maßgeblicher Kontrolle von Finanzinvestoren und Weiterverwertern schätzen wir auf bis zu 350.000 Wohnungen.

Innerhalb von Nordrhein-Westfalen liegen die Schwerpunkte dieser Investments vor allem im Ruhrgebiet. Ganze Stadtteile im Ruhrgebiet gehörten traditionell zu werksverbundenen Wohnungsunternehmen aus dem Kohle,- Stahl- und Chemiesektor und wurden an Annigton, FDL und andere Finanzinvestoren veräußert. Allein in Dortmund befinden sich ca. 45.000 Wohnungen unter der Kontrolle von neuen Finanzinvestoren. Das sind mehr als 20 Prozent des gesamten Dortmunder Mietwohnungsbestandes.

Es kommt hinzu, daß etwa 8.000 Wohnungen in Dortmund von kleineren Fonds kontrolliert werden, die ihren Sitz im Ausland haben, u.a. in den Niederlanden und in Dänemark. Hier waren Teilinsolvenzen sowie häufige Eigentümer- und Verwalterwechsel zu beobachten. In der Folge häuften sich die Instandhaltungsprobleme. Auch in Gladbeck und Essen sind die Vernachlässigung der Instandhaltung und die schlechte Erreichbarkeit der Finanzinvestoren mit Beständen in benachteiligten Stadtgebieten zu Problemen geworden.

Erhebliche Auswirkungen auf bestimmte Städte hatte auch der Verkauf der LEG NRW, zu deren Bestand unter anderem Siedlungen der Neuen Heimat aus den 70er Jahren zählten. Hier sind über das Ruhrgebiet hinaus auch Städte / Stadtteile im Rheinland, im Bergischen Land und in Münster betroffen.

Die Schwerpunkte der Private Equity-Investments im Ruhrgebiet liegen oft in benachteiligten Stadtteilen und Quartieren. Diese sind durch einen hohen Bevölkerungsanteil mit Transfer-einkommen geprägt, häufig auch durch einen hohen Altersdurchschnitt und einen hohen Migrantenanteil. In manchen der betroffenen Viertel sind außerdem die öffentliche und die soziale Infrastruktur empfindlich geschwächt und es gibt Probleme mit der Nahversorgung.

Fast alle heute von Finanzinvestoren kontrollierten Wohnungsunternehmen in NRW sind aus der Tradition der Wohnungsgemeinnützigkeit hervorgegangen. Durch die Eigentümerwechsel wurde eine kulturelle Transformation abgeschlossen, die eine Abkehr von den Prinzipien einer gemeinnützigen Unternehmenskultur bedeutet und die die bewährte Partnerschaft zwischen den Kommunen und der gemeinwohlorientierten Wohnungswirtschaft in Frage stellt. Die neuen Finanzinvestoren haben einen anderen Zeithorizont, andere Renditeansprüche und ein anderes Verhältnis zu den Standortgemeinden als die früheren Eigentümer. Daraus ergeben sich wesentliche Unterschiede im Bewirtschaftungs- und Investitionsverhalten, die in den Fallstudien im Einzelnen dargestellt werden.

Die „endgültigen“ Eigentümerstrukturen sind aus verschiedenen Gründen derzeit nur in Umrissen absehbar. Zum einen erscheint es nicht unmöglich, daß in Zukunft noch weitere Wohnungsbestände in die Hände von Finanzinvestoren gelangen. Zum anderen kann es als sicher angesehen werden, daß das Engagement der meisten neuen Finanzinvestoren nicht von Dauer sein wird. Diese Investoren nehmen in der Regel nur die Funktion von Zwischenhändlern in einer Verwertungskette wahr. Der „Exit“, also die Liquidation des Investments mit einem möglichst ansehnlichen Veräußerungsgewinn ist stets Teil der Strategie.

Damit stellt sich die Frage nach einer Vision der institutionellen Zukunft der Wohnungswirtschaft. Es erscheint a priori zweifelhaft, ob die zukünftigen Herausforderungen der Wohnungswirtschaft (z.B. in den Bereichen Stadtentwicklung, Quartiersmanagement, Integration von Minderheiten, Klimaschutz, altengerechtes Wohnen) von Unternehmen mit einer einseitig eigennützigen Kultur bewältigt werden können. Die Überprüfung dieser These ist ein wesentliches Ziel dieser Studie.

A.IV Rahmenbedingungen für das Engagement von Finanzinvestoren an den Wohnungsmärkten

Das massive Engagement von Finanzinvestoren auf dem deutschen Wohnungsmarkt war kein Zufall, sondern die Folge des Zusammenspiels einer ganzen Reihe von begünstigenden Faktoren:

1. Eine lange Zeit zu laxer Geldpolitik, die den fremdkapitallastigen Finanzierungsmodellen in die Hände gespielt hat.
2. Eine Banken- und Finanzmarktregulierung und -aufsicht, die es zugelassen hat, daß Banken mit einer dünnen Eigenkapitaldecke risikoreiche Engagements eingegangen sind und zugleich immer mehr Bankgeschäft in das unregulierte Schattenbanksystem abgewandert ist.
3. Das Herdenverhalten von Investoren während eines Übernahmezyklus.
4. Gegenläufige Preisentwicklungen an den nationalen und den ausländischen Wohnimmobilienmärkten.
5. Die Abschaffung der Wohnungsgemeinnützigkeit.
6. Die pauschale Abgeltungssteuer für EK 02-Bestände ehemals gemeinnütziger Wohnungsunternehmen
7. Die anhaltenden Defizite und schwierigen Finanzierungsbedingungen vieler kommunaler Haushalte.
8. Die ideelle und organisatorische Ablösung vieler Industrieunternehmen von ihren Werkwohnungsgesellschaften.
9. Die seit 2002 geltende Steuerfreiheit bei der Veräußerung von Kapitalgesellschaften.

Es hat sich um eine außergewöhnliche Konstellation gehandelt, bei der bildlich gesprochen „alle Ampeln auf Grün gestellt“ waren. Die einzelnen Faktoren haben sich in ihrer Wirkung auf die einsetzenden Verkaufsaktivitäten am Markt für Wohnimmobilienpakete wechselseitig verstärkt.

IV.1 Finanzierungshebel und Geldpolitik

Die Finanzierungsstrategien der neuen Finanzinvestoren basieren bei allen individuellen Unterschieden stets auf dem Einsatz des Fremdkapitalhebels. Der sogenannte „Leverage-Effekt“ erlaubt es, die erwartete Eigenkapitalrendite eines Investments durch eine bloße Änderung der Finanzierungsstruktur (Substitution von Eigenkapital durch Fremdkapital) nach oben zu schrauben. Unter der Voraussetzung, daß die erwartete Gesamtkapitalrendite aus dem Investment oberhalb des für die eingesetzten Fremdmittel zu zahlenden Fremdkapitalzinses liegt, läßt jede Erhöhung des Fremdkapitalanteils an der gesamten Finanzierungssumme die erwartete Eigenkapitalrendite steigen.

Die Leverage-Formel kann wie folgt hergeleitet werden:

$$\textcircled{1} \text{ EKR} = \frac{G}{\text{EK}} \qquad \textcircled{2} \text{ GKR} = \frac{G + i \cdot \text{FK}}{\text{GK}} \qquad \textcircled{3} \text{ GK} = \text{EK} + \text{FK}$$

$$\textcircled{3} \text{ in } \textcircled{2} : \qquad \textcircled{4} \text{ GKR} = \frac{G + i \cdot \text{FK}}{\text{EK} + \text{FK}}$$

$$\textcircled{4} \text{ aufgelöst nach G:} \qquad \textcircled{5} G = \text{GKR} \cdot [\text{EK} + \text{FK}] - i \cdot \text{FK}$$

$$\textcircled{5} \text{ eingesetzt in } \textcircled{1} : \qquad \textcircled{6} \text{ EKR} = \frac{\text{GKR} \cdot [\text{EK} + \text{FK}] - i \cdot \text{FK}}{\text{EK}}$$

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

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

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

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

↑
V

Herleitung der Leverage-Formel

Quelle: Rolfes, B.: Investition und Finanzierung, Februar 2004

Nach der Leverage-Formel setzt sich die Eigenkapitalrentabilität aus der Gesamtkapitalrentabilität (Gewinn plus Zinsaufwand bezogen auf das Gesamtkapital) und der Differenz aus Gesamtkapitalrentabilität und Fremdkapitalzins multipliziert mit dem Verschuldungsgrad (FK / EK) zusammen. Ist diese Differenz positiv, verzinst sich also das Projekt intern höher als der Kreditzins, so lässt sich die Eigenkapitalrentabilität steigern, indem man den Fremdkapitalanteil an der gesamten Finanzierung erhöht.

	Fall A			Fall B			Fall C		
	V = 4			V = 3			V = 9		
	Fremdkapitalzins = 8 %								
Schwankungsbreite	Unteres Extrem	Mittleres Niveau	Oberes Extrem	Unteres Extrem	Mittleres Niveau	Oberes Extrem	Unteres Extrem	Mittleres Niveau	Oberes Extrem
GKR	+3%	+10%	+20%	+3%	+10%	+20%	+3%	+10%	+20%
EKR	-17%	+18%	+68%	-12%	+16%	+56%	-42%	+28%	+128%

Verschuldungshebel bei unterschiedlicher Gesamtkapitalrentabilität GKR

Die Tabelle zeigt die Wirkung des Verschuldungshebels für drei Fälle. Fall A entspricht einem Beleihungsauslauf von 80 Prozent (Fall B 60 Prozent und Fall C 90 Prozent). Mit einer Erhöhung des Verschuldungsgrades kann die Eigenkapitalrendite spürbar gesteigert werden. Der Effekt wirkt aber auch in die andere Richtung.

Ein derartiger Finanzierungsansatz ändert aber auch das Risikoprofil des Investments, denn wenn die tatsächliche Gesamtkapitalrendite wider Erwarten (wegen einer Verletzung der getroffenen Annahmen hinsichtlich Mieteinnahmensteigerung, Leerstandsquote, etc.) beim Vollzug des Investments unter den Fremdkapitalzins fällt, dann wird die Eigenkapitalrendite in die andere Richtung gehandelt. Sie fällt dann also um so niedriger aus, je höher der Verschuldungsgrad gewählt wurde.

Bei Private Equity-Investments werden oft extrem hohe Verschuldungsgrade auf der Investorenebene realisiert. Dies wird allerdings dadurch verschleiert, daß der Eigenkapitaleinsatz auf mehreren Ebenen gehandelt wird.

Angenommen, der Fondsinvestor hebt seinen Kapitaleinsatz im Verhältnis 1:5 und auf der REPE-Fondsebene wie auf der Ebene des Zielunternehmens beträgt die Eigenkapitalquote ebenfalls je 20 Prozent.

Unter diesen Voraussetzungen liegt die für den Investor relevante Eigenkapitalquote bei lediglich 0,8 Prozent ($0,20 * 0,20 * 0,20$). Bei einer Gesamtkapitalrendite des Investments von 10 Prozent und einem Fremdkapitalzins von 4 Prozent auf allen Ebenen ergibt sich bei diesem Verschuldungsgrad gemäß der Leverage-Formel eine jährliche Rendite von 754 Prozent auf das eingesetzte Eigenkapital des Fondsinvestors:

$$[0,10 + (0,10 - 0,04) * 99,2 / 0,8] * 100 = 754 \text{ Prozent}$$

Varianten:

Wenn der Fondsinvestor auf einen Fremdkapitalhebel verzichtet, dann kann er immerhin noch eine Jahresrendite von 154 Prozent erwarten.

Wenn die Gesamtkapitalrendite des Investments nur 5 Prozent beträgt, dann stellt sich die erwartete Eigenkapitalrendite für den Fondsinvestor auf 134 Prozent.

Wenn der Fondsinvestor auf einen Fremdkapitalhebel verzichtet *und* die Gesamtkapitalrendite des Investments nur 5 Prozent beträgt, dann kann er immer noch mit einer Eigenkapitalrendite von 24 Prozent rechnen.

Wenn nun die Zinsen für Übernahmekredite und die darauf basierenden Anleihen aufgrund einer laxen Geldpolitik über längere Zeiträume niedrig gehalten werden, dann werden damit bei entsprechend ergiebigen Kreditmärkten und einer ausreichenden Zahl risikofreudiger Investoren die Anreize im Hinblick auf Übernahmefinanzierungen in einer spezifischen Weise beeinflußt:

1. Wegen der günstigen Finanzierungszinssätze werden auch Übernahmen mit vergleichsweise bescheideneren Renditeaussichten vollzogen, die andernfalls unterblieben wären.

2. Die durchgeführten Unternehmensübernahmen werden mit höheren Verschuldungsgraden finanziert, wodurch sich die Anfälligkeit gegenüber operativen und finanziellen Risiken erhöht.

Die Bereitschaft der Fonds- bzw. Anleiheinvestoren, sich auf die Risiken gehebelter Übernahmefinanzierungen einzulassen, wird durch eine laxe Geldpolitik ebenfalls gesteigert, weil die vergleichsweise sicheren Anlagealternativen dann keine attraktiven Renditen mehr bieten.

Die geldpolitischen Lockerungen waren eine notwendige Voraussetzung für die Übernahmewelle, die bald nach der Jahrtausendwende einsetzte. Zwischen 2003 und 2007, als sich das Übernahmekarussell immer schneller drehte, schwoll das Marktvolumen an Leveraged Loans, mit denen vor allem Akquisitionen finanziert werden, in den USA von 225 auf 1.061 Milliarden US-Dollar an. Allein im Jahr 2007 wurden Leveraged Loans in Höhe von 426 Milliarden US-Dollar vergeben (Neumann 2009, S. 242).

Die Übernahmewelle ist bekanntlich nicht am deutschen Wohnimmobilienmarkt vorbeigegangen. Daß es in einem solchen Ausmaß zu Verkäufen von werksgebundenen und öffentlichen Wohnungsbeständen kam, ist jedoch nicht allein auf die Geld- und Zinspolitik zurückzuführen. Hier haben noch eine Reihe anderer Bestimmungsgründe einen Beitrag geleistet.

IV.2 Verbriefung im Schattenbanksystem

Die Exzesse an den Märkten für Unternehmensübernahmen, die schließlich auch deutsche Wohnungsunternehmen erfaßt haben, sind ohne die Existenz von leistungsfähigen Verbriefungsmärkten für Übernahmekredite nicht denkbar.

Bei einer Verbriefung („Securitization“), werden zukünftige Zahlungsströme aus einem Investment in handelbare Wertpapiere umgewandelt, die an Investoren verkauft werden. Bei einer Verbriefung von Kreditbeziehungen verkauft die Bank, die die Kredite ursprünglich gewährt hat (auch „Originator“ genannt), die Kredite an eine in der Regel eigens zu deren Erwerb gegründete Ein-Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle SPV), die sich ihrerseits durch die Emission von Schuldverschreibungen am Kapitalmarkt refinanziert.

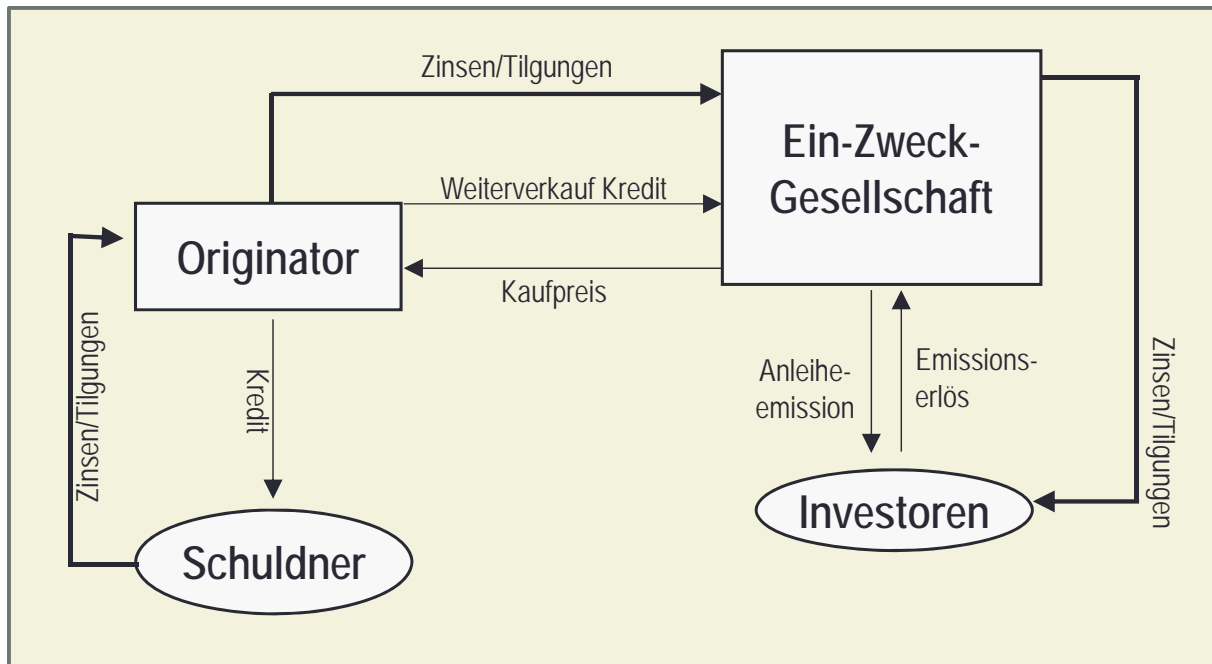


Abbildung A-5: Grundstruktur einer Kreditverbriefung (vereinfachte Darstellung)

In jedem Fall sind die Banken, die die Kredite anfänglich vergeben haben, nach einer erfolgreichen Verbriefung derselben aus dem Risiko. Sie haften also nicht gegenüber den Käufern der von der Zweckgesellschaft begebenen Anleihen. Die Sicherheit der Ansprüche der Anleihegläubiger hängt nun in erster Linie von der Entwicklung der Zins- und Tilgungszahlungen aus dem „unterliegenden“ Kredit ab und nicht mehr von der Bonität des Originators des Kredits.

Das neue intermediäre System der Kreditvergabe wurde auch für die Verbriefung von Übernahmekrediten genutzt. Private Equity Fonds refinanzieren einen großen Teil ihrer Übernahmen auf diese Weise. Diese Art der Finanzierung ist allerdings mit besonderen Risiken verbunden. Außerdem haben die mit solchen Verbriefungen verbundenen Covenants und Sicherheiten einen nicht zu unterschätzenden Einfluß auf die unternehmerischen Freiheitsgrade.

Der Einsatz von Verbriefungen auf breiter Front hat dazu beigetragen, daß sich die Kreditqualität im Verlaufe des Übernahmезyklus laufend verschlechtert hat. Sobald Banken Kredite vergeben, die sie nicht auf der eigenen Bilanz halten, wird das aus der ökonomischen Theorie bekannte Prinzipal-Agent-Problem schlagend. Die Banken sind demnach unvollkommene „Agenten“ der Endinvestoren („Prinzipale“), sobald sie Kredite vergeben und weiterreichen. Die Banken verfolgen bei der Kreditvergabe eigene Gewinnziele und sie können von den Endinvestoren nur unvollkommen kontrolliert werden. Die Banken haben somit einen Anreiz, die Anleiheinvestoren über die Qualität der vergebenen Kredite im Hinblick auf die Rückzahlungsfähigkeit der Schuldner und die Werthaltigkeit der Beleihungsobjekte zu täuschen.

Um so wichtiger sind in diesem Zusammenhang die Ratingagenturen, deren Aufgabe darin besteht, die Ausfallwahrscheinlichkeiten der emittierten Anleihen einzuschätzen und zu klas-

sifizieren. Für die Emittenten ist es von großer Bedeutung, daß nicht die gesamte Anleiheemission ein einheitliches Rating in Abhängigkeit von den Risiken im Forderungspool erhält. Um dies zu verhindern, wird die Emission „tranchiert“, also wie ein Braten in Scheiben geschnitten.

Mit Hilfe des Tranchierungsverfahrens wird die Anleihe in verschiedene Teilemissionen mit jeweils unterschiedlicher Bonität geschichtet. Jede Tranche hat dabei eine Voraushaftungsfunktion für alle nachfolgenden Tranchen. Bei dieser Konstruktion ist es möglich, daß eine oder mehrere der Hochrisikotranchen komplett ausfallen und die Anleihen aus den besser gerateten Tranchen dennoch vollständig bedient werden.

Mit Hilfe des Tranchierungsverfahrens kann ein Forderungspool mit einer bestimmten durchschnittlichen Ausfallwahrscheinlichkeit in verschiedene Teilemissionen mit unterschiedlichen Risiko- und Renditeprofilen aufgespalten werden. Auf diese Weise können Wertpapiere auf die Vorlieben unterschiedlicher Investorengruppen zugeschnitten werden. Die AAA-Tranchen wurden beispielsweise von Pensionsfonds gekauft und die schlechter gerateten Tranchen vielleicht von renditehungrigen Hedgefonds.

Diese Art moderne Finanzalchimie hat es fertiggebracht, daß Anleihen mit AA- und AAA-Rating letzten Endes durch einen Pool zweifelhafter Übernahmekredite gedeckt sein können.

Die Verbriefung und Tranchierung von Übernahmekrediten in der beschriebenen Form, also mit Zweckgesellschaften als einer Art Scharnier zwischen dem regulierten und dem unregulierten Teil des Finanzmarktes, war eine notwendige Voraussetzung für das ständig wachsende Übernahmevermögen und die ständig abnehmende Kreditqualität. Es ist typisch für einen Übernahmecycle, daß die Kreditqualität sich in der Boomphase verschlechtert, weil dann die besseren Risiken bereits akquiriert worden sind. Und genauso typisch ist es, daß die in der Spätphase des Zyklus getätigten Risikoinvestments unter veränderten Rahmenbedingungen in nicht wenigen Fällen notleidend werden. Die Beteiligungsunternehmen erwirtschaften dann bei zunehmenden Leerständen nicht mehr die benötigten Cash flows für die Bedienung der aufgenommenen Schulden oder das Investment ist nach einer Abwertung des Immobilienbestandes überschuldet. Die Überschuldung ist in diesen Fällen eine Folge der zyklisch überhöhten Übernahmepreise in Kombination mit einem hohen Fremdkapitalhebel und einer marktorientierten Bewertung der Immobilienportfolios. In solchen Fällen bestehen keine offensichtlichen Exitoptionen für die engagierten Fonds.

Die im Zentrum jeder Verbriefungstransaktion stehenden Zweckgesellschaften sind keine Banken. Es handelt sich vielmehr um Quasi- oder Schattenbanken, das heißt sie betreiben partiell Bankgeschäfte wie das Wertpapier- oder Kreditgeschäft, ohne aber aufsichtsrechtlich als Banken zu gelten. Die Zweckgesellschaften bewegen sich außerhalb des Rahmens des nationalen Bankrechts und der nationalen Finanzdienstleistungsaufsicht. Sie sind in einem weitgehend unregulierten und unbeaufsichtigten Graumarkt aktiv. Der Sachverständigenrat

hat es in seinem Jahresgutachten 2007 / 2008 so formuliert: „Anders als bei Banken bestehen bei der Intermediation über Märkte keine Begrenzungen durch Eigenkapitalvorschriften und andere aufsichtsrechtliche Regelungen“ (S. 108). Jede Verschärfung der Bankenregulierung wird daher die Tendenz verschärfen, Bankgeschäfte ins Schattenbanksystem auszulagern.

Bankrecht und Bankenaufsicht wurden mit den Verbriefungskonstruktionen ganz bewußt umgangen, um größere Risiken eingehen zu können. Man spricht hier von Aufsichts- oder Regulierungs-„Arbitrage“. Man könnte auch sagen: Die Risiken landen immer dort, wo sie am wenigsten kontrolliert werden.

Die Gutachter halten es für grundsätzlich nicht empfehlenswert ein größeres Regulierungsgefälle zwischen funktional benachbarten Finanzmarktsegmenten zuzulassen, weil unter diesen Bedingungen Verschärfungen der Regulierung durch Regulierungsarbitrage umgangen werden können. Damit besteht aber die Gefahr kontraproduktiver Auswirkungen von Regulierungsverschärfungen.

Die Aufsichts- und Regulierungsarbitrage hat den Weg dafür bereitet, daß das Finanzsystem in ganz neue Risikodimensionen vorstoßen konnte. Das galt für die Vergabe der „Subprime“-Hypothesen in die USA ebenso wie für die risikoreichen Übernahmefinanzierungen. In der Spätphase eines Kreditzyklus kommt es regelmäßig zu einem regelrechten Dumping von Risiken. Die entsprechenden Wertpapiere werden oberflächlich betrachtet attraktive Renditen ab, doch im nachhinein stellt sich nicht selten heraus, daß die Risikoprämien bei weitem nicht ausreichend kalkuliert waren.

Für die unmittelbare Zukunft droht zwar wegen der angeschlagenen Verfassung der Finanzmärkte keine neue Welle von verbrieften Übernahmefinanzierungen. Um zukünftigen Übernahmeexzessen vorzubeugen, sollten jedoch schon heute wirksame Vorkehrungen zur Begrenzung der zukünftigen Kreditschöpfungsmöglichkeiten im Schattenbanksektor getroffen werden. Aus wohnungspolitischer Sicht sind besonders die in der Spätphase des Zyklus getätigten Übernahmen problematisch, bei denen für schlechte Wohnungsbestände unter Einsatz hoher Kredithelpe überhöhte Preise gezahlt werden. Hier besteht dann die Gefahr, daß später die Mittel für eine ordnungsgemäße Bewirtschaftung nicht mehr zur Verfügung stehen.

IV.3 Schwankende Risikopräferenzen im Übernahmezyklus

Die Finanzierung von Großübernahmen mit einem hohen Fremdkapitalhebel ist nicht jederzeit möglich, sondern nur in bestimmten Phasen des Übernahmezyklus. Sie setzt eine spezifische Verhaltensdisposition sowohl bei den Fondsinvestoren (denjenigen, die Anteile an Private Equity-Fonds zeichnen) als auch bei den Anleiheinvestoren (denjenigen, die die Anleihen erwerben, die mit Forderungen gegenüber den übernommenen Unternehmen gedeckt sind) voraus. Damit diese Adressen bereit sind, sich in risikoreichen Übernahmefinanzierungen zu engagieren, müssen sie ein optimistisches Bild von der zukünftigen Entwicklung der Rah-

menbedingungen ihres Investments teilen. Das betrifft die Stabilität des makroökonomischen Umfelds ebenso wie die Stabilität der Kapitalmärkte und des jeweiligen Branchenumfelds.

Da die Erwartungsbildung unter den Finanzmarktteilnehmern von *Herdenverhalten* geprägt ist, wechseln Phasen großer Risikofreude sich mit Phasen großer Risikoabstinenz ab. Nach einer geplatzten Übernahmeblase, die sich für viele Investoren in Verlusten, Eigenkapitalnachsüssen und Forderungsverzichten geäußert hat, herrscht zunächst einmal eine übertrieben enttäuschte Stimmung (Korrekturphase). Nur wenige Pilotinvestoren sind dann bereit, schon wieder neue Risiken einzugehen. Mit der Stabilisierung der Rahmenbedingungen und den ersten erfolgreichen Abschlüssen entspannt sich die Situation und die Bereitschaft Risiken einzugehen, nimmt bei vielen Investoren wieder zu (Erholungsphase). Die Preise für die Übernahmeobjekte steigen und die geforderten Eigenkapitalrenditen und Fremdkapitalzinsen fallen. In nicht wenigen Übernahmезyklen schlägt die Erholung aber schließlich in eine euphorische Stimmung um. Die Investoren rennen den Private Equity-Häusern die Türe ein und der uferlose Kapitalzufluß treibt die Preise am Übernahmemarkt in Größenordnungen, die fundamental nicht gerechtfertigt erscheinen. Die Übernahmeprojekte werden immer spekulativer und ein erfolgreicher Exit hängt zunehmend von einer sehr günstigen Entwicklung der Rahmenbedingungen ab. In dieser Phase nimmt außerdem der Grad an Professionalität unter den Initiatoren wie auch unter den Investoren ab. Wenig erfahrene Initiatoren und Investoren wollen gewissermaßen im letzten Moment auf den fahrenden Zug aufspringen.

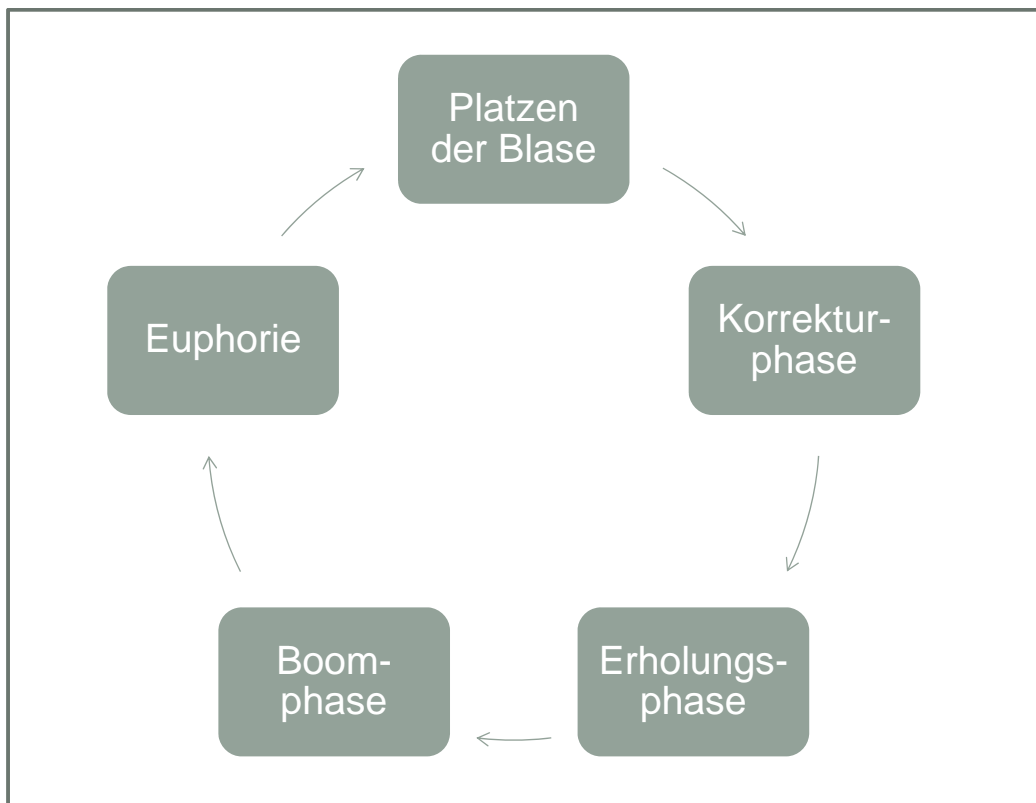


Abbildung A-6: Phasen des Übernahmезykklus

Es ist sicher, daß jeder Übernahmezyklus irgendwann kippt. Es ist ebenso sicher, daß die Korrekturphase um so einschneidender wird, je höher in der Euphorie die Erwartungen geschraubt worden sind. Allerdings wäre die Vorstellung eines „großen Knalls“ hier unangemessen. Die Korrektur eines Übernahmebooms vollzieht sich anders als die Korrektur, die wir seit 2007 am Markt für verbrieft Hypotheken beobachten konnten. Sie verläuft zeitlich gestreckter und weniger spektakulär. Die Korrekturphase wird im Verlaufe eines Übernahmezyklus von einem Wechsel der Investoren bestimmt. So konnte man am deutschen Markt für Wohnimmobilienpakete die typische Beobachtung machen, daß die großen Private Equity-Häuser sich in einem vergleichsweise engen Zeitfenster die „Filetstücke“ gesichert haben. Als diese Profis sich auch wegen der gestiegenen Paketpreise bereits mit Neuengagements zurückhielten, kamen aber immer noch kleinere Finanzinvestoren aus der zweiten und dritten Reihe an den Markt, die tendenziell hohe Preise für qualitativ minderwertige Immobilien bezahlt haben.

Es ist unvermeidlich, daß in der Korrekturphase eines Übernahmezyklus einige Übernahmen notleidend werden. Die Euphorie, die zeitweise am deutschen Markt für Wohnimmobilienpakete vorgeherrscht hat, wird insoweit auch weiterhin ihre Spuren in Form von notleidenden Finanzierungen hinterlassen. Diese sind wohnungspolitisch insoweit problematisch, als sie auf die operative Bewirtschaftung durchschlagen und sich regelmäßig in einer Vernachlässigung der Bestandspflege und gestörten Beziehungen zu den Mietern und anderen Stakeholdern äußern.

Besondere Risiken können sich ergeben, wenn es in der Korrekturphase eines Zyklus zu einem Versiegen der Märkte für die Verbriefung von Übernahmekrediten kommt. In diesem Fall drohen die Übernahmefinanzierungen notleidend zu werden, weil die Investoren die vereinbarte Tilgung in einer Summe ohne neu aufgenommene Refinanzierungsmittel nicht leisten können. Damit ist das Szenario angesprochen, auf das eine ganze Reihe von von Finanzinvestoren beherrschten Wohnungsunternehmen gerade zusteuert. Die großen Private Equity-Häuser haben diese Entwicklung allerdings auf sich zukommen sehen und bemühen sich derzeit um Kompromisse mit ihren Anleihegläubigern oder sie versuchen, sich durch den Verkauf von Teilportfolien Luft zu verschaffen. Sollten entsprechende Einigungen oder Verkäufe nicht zustande kommen, wären Großpleiten von Wohnungsunternehmen die Folge.

Die Kernbotschaft an dieser Stelle lautet: Ein stabiles System der Immobilienfinanzierung zeichnet sich vor allem durch eine stetige Kreditversorgung aus. Oder anders ausgedrückt: Das herrschende System der Übernahmefinanzierung führt aufgrund seiner zyklischen Prägung zu Instabilitäten und wohnungspolitischen Risiken, die die Gutachter angesichts der besonderen Eigenschaften des Gutes Wohnen für nicht verantwortbar halten. Für die Zukunft sollte daher angestrebt werden, Paketverkäufe von Wohnungsbeständen an Private Equity-Fonds oder ähnliche Investoren mit exorbitanten Renditeansprüchen und risikoreichen Finanzierungsmodellen politisch zu verhindern. Diese Empfehlung gilt nicht nur für Wohnungsunternehmen in öffentlichem Eigentum, son-

dern sie erstreckt sich auf alle größeren Paketverkäufe unabhängig von den Eigentumsstrukturen.

IV.4 Hauspreisinflation

In vielen OECD-Ländern sind die Immobilienpreise und die Mietvervielfältiger vor der Finanzkrise über viele Jahre hinweg steil angestiegen, nur nicht in Deutschland.

Land	1970-1999	2000-2006	Land	1970-1999	2000-2006
USA	0,012	0,055	Niederlande	0,023	0,027
Japan	0,010	-0,045	Belgien	0,019	0,064
Deutschland	0,001	-0,029	Schweden	-0,002	0,059
Frankreich	0,010	0,075	Schweiz	0,000	0,019
Großbritannien	0,022	0,068	Dänemark	0,011	0,065
Italien	0,012	0,051	Norwegen	0,012	0,047
Kanada	0,013	0,060	Finnland	0,009	0,040
Spanien	0,019	0,081	Neuseeland	0,014	0,080
Australien	0,015	0,065	Irland	0,022	0,059
Durchschnitt	1970-1999	0,012			
	2000-2006	0,046			

Tabelle A-3: Durchschnittliche jährliche Wachstumsraten der realen Hauspreise in OECD-Ländern

Quelle: Hurst 2009

Eine nähere Betrachtung der realen Hauspreisentwicklungen für eine Auswahl von OECD-Ländern enthüllt wesentliche Unterschiede in der Dynamik. Zunächst einmal kann man festhalten, daß die Hauspreise inflationsbereinigt im Durchschnitt zwischen 1970 und 2006 spürbar angestiegen sind. Weiterhin fällt auf, daß die durchschnittliche reale Wachstumsrate der Hauspreise in den Jahren vor dem Platzen der Blase(n) deutlich höher ausgefallen ist: 4,6 Prozent zwischen 2000 und 2006 verglichen mit 1,2 Prozent zwischen 1970 und 1999. Und schließlich ergibt sich eine auffallende Korrelation zwischen der Dynamik der Hauspreisentwicklung vor und nach dem Jahr 2000.

Die Entwicklung in Deutschland kann man als einen Sonderweg bezeichnen. In einem Umfeld, das in vielen OECD-Ländern von einer heftigen Hauspreisinflation geprägt war, haben die Eigenheimpreise in Deutschland bis zum Jahr 2000 langfristig stagniert und danach haben sie sich sogar real rückläufig entwickelt.

Eine ähnliche Entwicklung zeigen die Mietmultiplikatoren im Ländervergleich. Diese sind in den Ländern, die Hauspreisblasen entwickelt haben, größtenteils steil angestiegen, weil die Preise für Mietwohnimmobilien schneller gestiegen sind als die Mieten. Hierbei handelt es sich um ein typisches Muster auf dem Weg zu einer Immobilienblase. Auch zu dieser Entwicklung gab es in Deutschland keine Parallele.

Aus der Perspektive ausländischer Investoren beispielsweise aus Ländern wie den USA, Großbritannien, Frankreich, Italien, Australien oder Dänemark hat sich die Preisschere zwischen den heimischen Bewertungsniveaus und den deutschen Immobilienwerten in den letzten Jahren vor dem offenen Ausbruch der Finanzkrise zunehmend geöffnet. Die Spekulation hat hier in naiver Weise auf einen Aufholeffekt der deutschen Immobilienpreise gesetzt. Über die Gründe dafür, daß die große Hauspreisinflation einen Bogen um Deutschland gemacht hat, wurde nicht weiter reflektiert. Dafür dürfte eine Kombination aus makroökonomischen und institutionellen Einflußfaktoren ausschlaggebend gewesen sein.

Region	2001	2002	2003	2004	2005
EU 25	2,1	1,3	1,4	2,5	1,9
Deutschland	1,5	0,0	-0,4	1,2	0,7

Tabelle A-4: Reales BIP Wachstum 2001-2005 – Deutschland vs. EU25

Quelle: EUROSTAT NewCronos/Schlüsselindikatoren zur EU-Politik: Abfrage vom 20.12.2011

Neben dem schwachen Wirtschaftswachstum zwischen 2001 und 2005 (siehe Tabelle) fallen bestimmte systeminhärente Faktoren anders als etwa in den USA in Deutschland als zusätzliche Beschleuniger von Preisschüben bei Wohnimmobilien weitgehend aus. Im einzelnen sind hier zu nennen:

- der Anteil von Hypothekarkrediten ohne Durchgriffshaftung
- die Bedeutung marktorientierter Bewertungsverfahren
- die Aufweichung / Verschärfung von Kreditvergabestandards
- die Aufweichung / Verschärfung von Beleihungsgrenzen
- der Anteil variabel verzinslicher Hypotheken
- der Anteil von Hypothekarkrediten mit innovativen Eigenschaften

Die Investoren haben weder realisiert, daß an ihren Heimatmärkten irrationale Immobilienblasen entstanden waren, noch haben sie verstanden, daß die in Deutschland praktizierten Finan-

zierungsinstitutionen blasenhafte Entwicklungen kaum zulassen, indem sie bei aufkommenden Überhitzungserscheinungen verzögernd und dämpfend wirken.

IV.5 Wegfall der Wohnungsgemeinnützigkeit

Gemeinnützige Unternehmen sind Kapitalgesellschaften und Genossenschaften, die direkt oder indirekt gemeinnützige Unternehmenszwecke erfüllen. Dazu gehören kommunale Wohnungsunternehmen, deren Tätigkeit darauf ausgerichtet ist, breite Schichten der Bevölkerung mit Wohnungen zu versorgen bzw. Genossenschaften, die indirekt deswegen gesellschaftsnützlich sind, weil ihre Geschäftsaktivitäten prinzipiell auf die Erbringung wohnungswirtschaftlicher Leistungen für breite Bevölkerungskreise bzw. mittlere und niedrigere Einkommenschichten ausgerichtet sind. Bei beiden Unternehmensformen ist der erwerbswirtschaftliche Gewinn nicht Zweck der Geschäftstätigkeit, sondern Mittel zum Zweck, um über die Selbstfinanzierung Investitionen durchführen zu können. Bis 1989 war die Wohnungsgemeinnützigkeit steuerlich gefördert. Mit Wirkung vom 1.1.1990 ist das Wohnungsgemeinnützigkeitsgesetz aufgehoben und bislang steuerbefreite Unternehmen der Wohnungswirtschaft sind nunmehr unbeschränkt steuerpflichtig. Nicht steuerpflichtig sind nach § 5 I Nr. 10 des Körperschaftssteuergesetzes Vermietungsgenossenschaften, die mindestens 90 Prozent ihrer Geschäftstätigkeit auf die Vermietung ihrer Wohnungsbestände an Mitglieder ausgerichtet haben.⁶

Bei der Wohnungsgemeinnützigkeit handelte es sich also um einen spezifischen rechtlichen Status eines Wohnungsunternehmens, der mit besonderen Bindungen, aber auch mit Privilegien verbunden war. Die gemeinnützigen Unternehmen waren von gewinnbezogenen Steuern befreit. Diese Steuerbefreiungen wurden als Ausgleich für die im Wohnungsgemeinnützigkeitsgesetz vorgesehenen Geschäftsbeschränkungen und Verhaltensbindungen angesehen:

- Die Bindung des Mietpreises an die Kostenmiete (unabhängig vom Status der Wohnung)
- Die Pflicht zur ständigen Errichtung von Kleinwohnungen (zuletzt faktisch ausgesetzt)
- Die Beschränkung der Geschäftstätigkeit (Errichtung, Verwaltung, Veräußerung und Betreuung) auf das Wohl der Bezieher niedriger Einkommen / der Mieter von Kleinwohnungen
- Die Ausschüttungsbegrenzung: Gesellschafter bzw. Mitglieder der gemeinnützigen Wohnungsunternehmen dürfen jährlich nicht mehr als 4 Prozent ihrer Einlage als Gewinnausschüttung erhalten
- Die Bindung des Vermögens: Veräußerungserlöse dürfen nur zur Rückzahlung der Einlagen von Gesellschaftern oder für die Modernisierung oder Erweiterung des Wohnungsbestandes verwendet werden.

⁶ Quelle: Gabler Verlag (Herausgeber), Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: gemeinnützige Wohnungsunternehmen, online im Internet: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/8036/gemeinnuetzige-wohnungsunternehmen-v6.html>



Abbildung A-7: Geschäftsbeschränkungen und Verhaltensbindungen der gemeinnützigen Wohnungsunternehmen

Der Wegfall der Wohnungsgemeinnützigkeit war eine Deregulierungsmaßnahme und zugleich eine Reaktion auf bestimmte Krisenereignisse. Die Idee der Wohnungsgemeinnützigkeit ist in Deutschland durch die Korruptionsvorfälle und das unternehmerische Versagen bei der gewerkschaftseigenen Neuen Heimat beschädigt worden. Die damalige Bundesregierung hat die seinerzeit vorherrschende politische Stimmung genutzt, um die Rechtsgrundlagen der Wohnungsgemeinnützigkeit abzuschaffen.⁷

Mit der Abschaffung der Wohnungsgemeinnützigkeit im Jahre 1990 sind entscheidende rechtliche Hürden für die Privatisierung der aus dem Gemeinnützigkeitsrecht hervorgegangenen Wohnungsunternehmen beseitigt worden. Nach dem Wohnungsgemeinnützigkeitsgesetz (WGG) hätten die Gesellschafter bei Auflösung des Wohnungsunternehmens nicht mehr als die eingezahlte Einlage zurückerhalten (§ 9b WGG). Außerdem hätte die Anerkennungsbehörde dem Unternehmen bei Ausscheiden aus der Gemeinnützigkeit Entschädigungszahlungen zur Entgeltung der erlangten Vorteile auferlegen können (§ 19 Abs. 5 WGG).

Obwohl es grundsätzlich möglich war, ein gemeinnütziges Wohnungsunternehmen zu verkaufen oder zu fusionieren wären die gemeinnützigen Unternehmen aber insbesondere wegen der

⁷ Ähnlich auch Frankfurter Institut 1986, S. 1.

Mietbegrenzungen, der Ausschüttungsbegrenzungen und der Vermögensbindung höchst unattraktive Übernahmeobjekte gewesen. Diese gesetzlichen Vorkehrungen hätten auf Finanzinvestoren wie Giftpillen gewirkt. Mit der Abschaffung des gemeinnützigen Rechtsstatus hat man den Unternehmen gewissermaßen ihren Schutzschild genommen und sie zu potentiellen Verkaufsobjekten deklariert.

Man muß diese Maßnahme im Kontext der seinerzeit vorherrschenden Ideologie der Deregulierung, also des Abbaus oder der Vereinfachung staatlicher Normen oder Vorschriften sehen. Hinter dieser Ideologie stand die Vorstellung, daß die Kosteneffizienz sowohl durch den Abbau von Bürokratiekosten als auch durch die Intensivierung des Wettbewerbs zwischen den Unternehmen gesteigert werden könne.

Die Befürworter der Abschaffung der Wohnungsgemeinnützigkeit haben jedoch übersehen, daß die Wohnungsgemeinnützigkeit historisch und ideell betrachtet eben nicht auf einen quantitativen Versorgungsauftrag reduziert werden kann, der eine steuerliche Subventionierung naturgemäß nur so lange rechtfertigen konnte, bis das kriegs- und kriegsfolgenbedingte Wohnungsdefizit im großen und ganzen beseitigt war.

Die ehemals gemeinnützigen Wohnungsunternehmen waren und sind zum Teil auch noch als „Social enterprises“ Teil des „Dritten Sektors“ unserer Volkswirtschaft. Sie stehen für ein mehr am Gemeinwohl als am Gewinn orientiertes Wirtschaften, das der Unterstützung der sozialpolitischen und städtebaulichen Ziele der Standortgemeinden dient. Die gemeinnützige Unternehmenskultur läßt sich in einem Satz zusammenfassen: „den Beitrag zu maximieren, den ein Wohnungsunternehmen zum Wohlergehen seiner Standortgemeinde leisten kann.“

In Nordrhein-Westfalen setzt sich die ehemals gemeinnützige Wohnungswirtschaft aus kommunalen Wohnungsunternehmen, Genossenschaften, ehemals landeseigenen Unternehmen (LEG), ehemals bundeseigenen Unternehmen (Alt-Gagfah) und Werkwohnungsunternehmen zusammen. Während sich die Privatisierungen bei den kommunalen Unternehmen und den Wohnungsgenossenschaften in Grenzen hielten, befinden sich mittlerweile große Teile des Bestandes an Werkwohnungen sowie an ehemals landes- und bundeseigenen Wohnungen in den Händen von Finanzinvestoren. Damit kann von einer einheitlichen Unternehmenskultur keine Rede mehr sein. Seit der Aufhebung der Wohnungsgemeinnützigkeit driftet die Szene auseinander.

IV.6 Pauschale Abgeltungssteuer für EK 02-Bestände

Die ehemals gemeinnützigen Wohnungsunternehmen verfügten im Jahr 2006 über unversteuertes Eigenkapital aus der Zeit der Gemeinnützigkeit im Umfang von insgesamt 78 Milliarden Euro. Dieses sogenannte EK 02 stellte ein erhebliches Hindernis für Gewinnausschüttungen dar. Bis Jahresende 2007 galt, daß ehemals gemeinnützige Wohnungsgesellschaften, die vor 2019 Gewinne ausschütten, diese Rücklagen auskehren und mit einem Steuersatz von 45 Prozent nachversteuern mußten.

Allein die Gagfah-Konzerngesellschaften verfügten zum 31.12.2006 über EK 02 in Höhe von 5,27 Milliarden Euro. Es stand hier also im Ausschüttungsfall eine steuerliche Belastung im Umfang von 2,38 Milliarden Euro im Raum.

Im November 2007 wurde mit dem Jahressteuergesetz 2008 die Nachversteuerung des EK 02 neu geregelt:

- EK 02-Bestände zum 31.12.2006 wurden mit einem Satz von 3 Prozent belegt (anstatt einer 45-prozentigen Besteuerung der Ausschüttungen)
- Die Steuer ist ab dem Jahr 2008 in 10 gleichen Jahresbeträgen zu entrichten. Die sofortige Zahlung des Barwertes ist möglich.

Für die Gagfah ergibt sich durch diese Regelung eine Gesamtbelastung von 158,1 Millionen Euro bzw. ein Barwert von 118,9 Millionen Euro.

Nach der Einführung der pauschalen Abgeltungssteuer können die Eigner frei über die EK 02-Rücklagen verfügen. Dies bedeutet eine erhebliche Erleichterung bei der Dividendenausschüttung.

Davon abgesehen hat die Neuregelung nach Ansicht der Gutachter auch die Voraussetzungen für Exits durch den Verkauf von Teilportfolien wesentlich verbessert. Es ist offensichtlich, daß für eine Gesellschaft ohne Verfügungsbeschränkungen durch Nachversteuerungspflichten *ceteris paribus* ein höherer Verkaufspreis erzielt werden kann.

IV.7 Kommunale Haushalte

Aus theoretischer Sicht liegt eine Korrelation zwischen der Verschuldung der Kommunen und ihrer Privatisierungsneigung nahe. Nordrhein-Westfalen kann man in dieser Hinsicht als eine Art Gegenbeispiel anführen. Trotz der hohen Verschuldung vieler Kommunen hielten sich die Privatisierungen kommunaler Wohnungsunternehmen verglichen mit anderen Bundesländern in Grenzen. Die Privatisierungsvorhaben in Essen und Köln sind auf einen breiten Widerstand der Betroffenen gestoßen. Letzten Endes sind alle Privatisierungsformen in größeren Städten in NRW an solchen Widerständen gescheitert. In der Folge hat die parteipolitische Unterstützung von Privatisierungsneigungen der Kommunalverwaltungen seit der Jahrtausendwende nach dem Eindruck der Gutachter abgenommen. Im Endeffekt blieb das Volumen an privatisierten Wohnungen aus kommunalen Beständen in NRW vergleichsweise gering.

IV.8 Besondere Rahmenbedingungen für die Werkwohnungsbestände

In Nordrhein-Westfalen sind viel mehr Werkwohnungen als öffentliche Wohnungen privatisiert worden. Große Wohnungsunternehmen wie die Deutsche Annington oder die Immeo halten hauptsächlich ehemalige Werkwohnungen in ihren Beständen.

Alle Werkwohnungen hatten ursprünglich den Status der Wohnungsgemeinnützigkeit. Sie sind damit genau wie die Wohnungsbestände der öffentlichen Hand erst durch die Abschaf-

fung des sie schützenden Rechtsstatus der Wohnungsgemeinnützigkeit zu potentiellen Übernahmeobjekten geworden.

In Nordrhein-Westfalen haben die Werkwohnungen wegen des industriellen Strukturwandels ihre ursprüngliche Funktion der Bindung von Arbeitskräften an die Industriebetriebe weitgehend verloren. Die Industriebranchen, denen die Werkwohnungen zugeordnet waren (in erster Linie Stahl und Kohle), sind geschrumpft und haben massiv Personal abgebaut.

Der Konzentrationsprozeß bei den Werkwohnungsbeständen hat schon vor dem Wegfall der Wohnungsgemeinnützigkeit eingesetzt. Die Wohn-Tochterunternehmen von Industrieunternehmen wurden zu größeren Einheiten fusioniert, dies nicht zuletzt aus Motiven der Effizienzsteigerung. Zunächst herrschte aber noch kein Verwertungsdruck im Hinblick auf den Verkauf der neugeschaffenen Großunternehmen.

Im Laufe der 70er Jahre wurde der Wohnungsneubau von den verbliebenen gemeinnützigen werksgebundenen Anbietern weitgehend eingestellt. Ab Ende der 70er Jahre wurden verstärkt Mieterprivatisierungen und Abrißsanierungspläne in Bergarbeitersiedlungen durchgeführt, die nicht selten zu sozialen Konflikten geführt haben.

Als Folge des rückläufigen Bedarfs der industriellen Mutterunternehmen wurden in zunehmendem Maße Wohnungen fremdvermietet. Der Stellenwert des Vermietungsgeschäftes in den Konzernen nahm sukzessive ab. Damit einher ging eine fortlaufende organisatorische Entkopplung des Wohnungsgeschäftes vom Industriegeschäft, die schließlich zu einer Veralterung der Wohnungsunternehmen geführt hat. Dabei gingen die ursprüngliche Sachzielorientierung und die gemeinnützige Bewirtschaftungskultur größtenteils verloren. Als Beispiel für ein gewinnorientiertes, von einem aktiven Portfoliomanagement geprägtes Geschäftsmodell kann die Viterra gelten.

Die Veräußerungen der ehemals werksgebundenen Wohnungsunternehmen an die meistbietenden Adressen kann man als Schlußstein dieser Entwicklungen ansehen. Die Motive der Eigentümer für die Veräußerungen sind aus dem Beraterjargon bekannt: Konzentration auf das Kerngeschäft (z.B. Mittelfreisetzung bei E.ON, um in das globale Gasversorgungsgeschäft zu investieren), Heben von stillen Reserven, etc.

Die Wohnungspolitik hat mit der Abschaffung der Wohnungsgemeinnützigkeit den Weg dafür bereitet, obwohl absehbar war, daß der industrielle Strukturwandel die Belegungsstrukturen und die sozialen Verhältnisse in den ehemaligen Werksiedlungen nicht unberührt lassen würde. Die Chance, die ehemals werksgebundenen Unternehmen mit einem erneuerten öffentlichen Auftrag zu versehen, wurde verpaßt.

IV.9 Steuerfreiheit bei der Veräußerung von Kapitalgesellschaften

Die Entfaltung des Marktes für Unternehmensübernahmen hängt ganz wesentlich von der steuerlichen Behandlung des mit dem Verkauf eines Unternehmens beim Eigentümer anfallenden Veräußerungsgewinns ab. Wenn die Beteiligung unter dem Marktwert bilanziert wird, führt die Steuerbarkeit von Veräußerungsgewinnen zu einem „Lock-in-Effekt“, das heißt die

Muttergesellschaft hält einzig und allein aus Gründen der Vermeidung der steuerlichen Folgen einer Veräußerung an der Beteiligung fest.

Seit dem 1. Januar 2002 können deutsche Kapitalgesellschaften Gewinne, die aus der Veräußerung von Anteilen an anderen inländischen Kapitalgesellschaften entstehen, steuerfrei vereinnahmen. Bis zu diesem Zeitpunkt galt Steuerfreiheit nur für Gewinne aus dem Verkauf ausländischer Beteiligungen. Allerdings können seitdem Verluste aus der Veräußerung inländischer Beteiligungen steuerlich nicht mehr geltend gemacht werden.⁸

Mit dieser Anpassung des Steuerrechts wurde dem Markt für Unternehmensbeteiligungen ein gewaltiger Anstoß gegeben. Der Markt für Wohnimmobilienpakete war davon in erster Linie im Hinblick auf die Werkswohnungsgesellschaften betroffen. Der Verkauf der Viterra durch E.ON an die Deutsche Annington und der Verkauf des Werkswohnungsunternehmens von ThyssenKrupp an das Konsortium Morgan Stanley / Corpus sind Beispiele für solche steuerfreien Verkaufstransaktionen.

Mit der Steuerbefreiung wurden Verkäufe von Wohnungsunternehmen schlagartig attraktiver. Das gilt auch für konzerninterne Verkäufe und Zweitmarkttransaktionen, sofern die gesetzlichen Voraussetzungen erfüllt sind. Die Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen war eine Voraussetzung für die rasche Entwicklung des Marktes für Wohnimmobilienpakete in Deutschland. Sie hat sich direkt auf die Angebotsseite ausgewirkt, indem sie die Verkaufsbereitschaft der bisherigen Eigentümer gefördert hat. Für sich genommen hat die Steuerbefreiung dämpfend auf die am Übernahmemarkt gezahlten Preise ausgewirkt. Sie hat den Markt um viele attraktive Übernahmeziele verbreitert, die sonst entweder gar nicht oder zu deutlich höheren Angebotspreisen an den Markt gekommen wären.

⁸ Siehe dazu Blasch 2008, S. 180 f.

A.V Real Estate Private Equity (REPE) aus Akteurssicht

Ein Private Equity-(Immobilien-)fonds ist nichts anderes als ein Vehikel für die indirekte Kapitalanlage eines Investorenkollektivs, also ein Pool, in dem die Kapitalbeiträge der einzelnen Investoren zusammenfließen. Die Fonds haben eine Laufzeit von bis zu 10 Jahren.

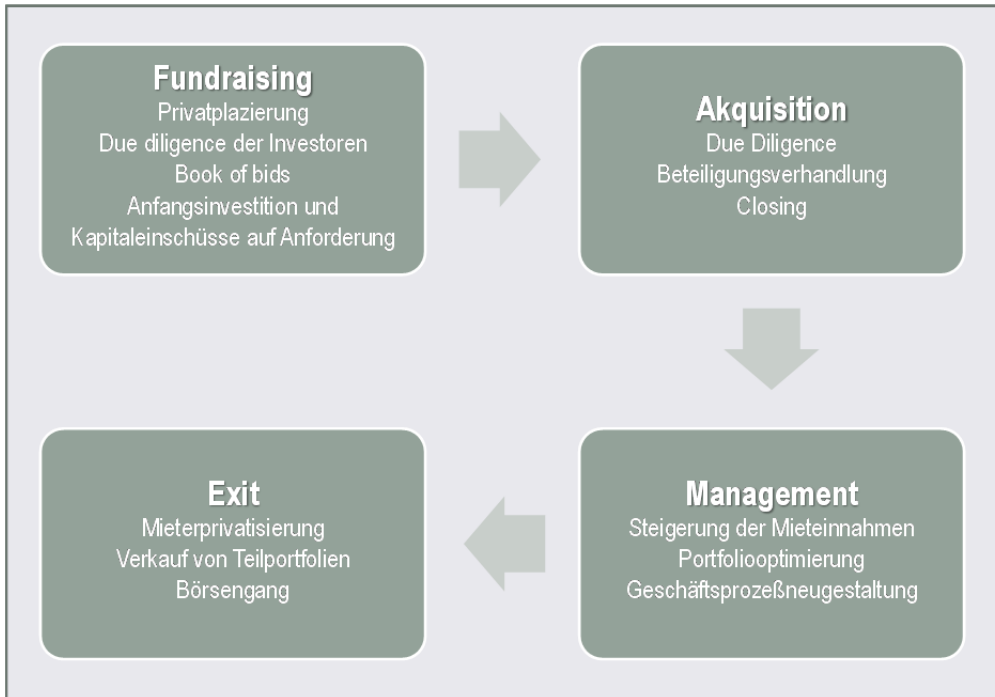


Abbildung A-8: Lebenszyklusphasen eines REPE-Investments

Nachdem während der *Fundraisingphase* die angestrebten Kapitalbeiträge von den Fondsinvestoren zugesagt worden sind, wird der Fonds geschlossen und die operative Phase kann beginnen. Am Anfang der operativen Phase steht eine 2-3 Jahre dauernde *Akquisitionsphase*, in der die Liegenschaften erworben und von den Fondsinvestoren die Eigenkapitalbeiträge für deren Finanzierung abgerufen werden. An die Akquisitionsphase schließt sich die *Managementphase* an, während der die übernommenen Immobilien in der Regel einem aktiven Asset Management unterworfen sind (Mieterhöhungen, Leerstandsabbau, Modernisierungen, Zukäufe zur Portfolioarrondierung). Die meisten Investoren versuchen außerdem, die Geschäftsabläufe zu optimieren oder neu zu gestalten, was in der Regel mit einem spürbaren Personalabbau und entsprechend geringeren Verwaltungskosten verbunden ist.

In der Regel überlappen sich die Akquisitions- und die Managementphase, weil der Bestand mittels einer Abfolge von Einzeltransaktionen schrittweise aufgebaut wird. Die *Exitphase*, während der das Engagement der REPE-Fonds wieder abgebaut wird (durch Mieterprivatisierungen, den Verkauf von Teilportfolien oder einen Börsengang) setzt meistens schon während der Managementphase ein und sie dauert bis zum Ende der Halteperiode an. Am Ende ist die Beteiligung wieder veräußert und das Kapital sollte einschließlich einer für angemessen erachteten Verzinsung an die Fondsinvestoren zurückgeflossen sein.

Im folgenden soll das Phänomen Real Estate Private Equity aus den Perspektiven der verschiedenen Akteure betrachtet werden.

V.1 REPE: Rollenverteilung der verschiedenen Akteure

Private Equity-Gesellschaften sind Intermediäre (Kapitalsammelstellen), die sich von institutionellen und privaten Investoren außerbörsliches Eigenkapital für risikoreiche Unternehmensübernahmen beschaffen. Die eingesammelten Mittel werden in unregulierten Fonds gebündelt. Die Rollen- und Kompetenzverteilung zwischen den verschiedenen Akteuren ist komplex. Grundsätzlich zielt das Konzept darauf ab,

- den Gewinn der Fondsinvestoren ohne allzuviel Rücksicht auf die Belange anderer Stakeholder zu maximieren,
- das Fondsmanagement durch geeignete Anreizstrukturen zu einer herausragenden Performance zu motivieren und dabei
- die Risiken und Interessenskonflikte zwischen Investoren, Fondsmanagement, Gläubigern und Beteiligungsunternehmen zu begrenzen (siehe auch Rottke 2006, S. 38).

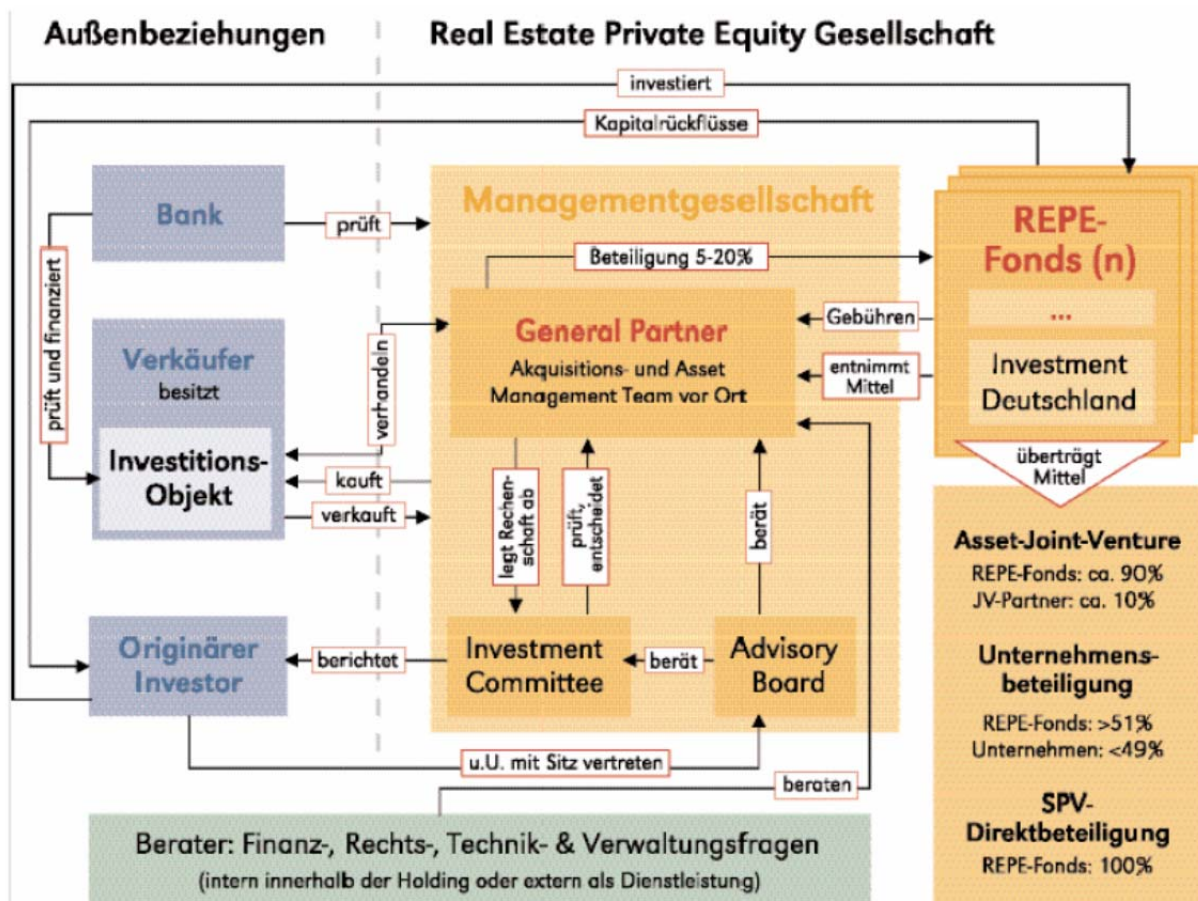


Abbildung A-9: Operative Plattform einer REPE-Gesellschaft

Quelle: Rottke 2006, S. 39.

Verwaltet wird ein REPE-Fonds vom *Fondsmanagement*, das von dem Private Equity-Haus (General Partner), das den Fonds initiiert hat, gestellt wird. Das Fondsmanagement ist für die Festlegung der Anlagekriterien, die Akquisition, das gesamte Management und die Investition des Fondskapitals zuständig.⁹ Der General Partner ist auch mit eigenem Kapital beteiligt und erhält neben der Management Fee als Erfolgsanreiz einen Gewinnanteil (Hillenbrand 2006, S. 78). Wegen des „Blind pool“-Prinzips ist ein erhebliches Vertrauen der Fondsinvestoren in die Fähigkeiten des Fondsmanagements erforderlich.

Das *Advisory Board* berät den General Partner und den Anlageausschuß (Investment Committee) bei Finanz-, Rechts- und Verwaltungsfragen, begutachtet Aufgaben, Erfolge und Verluste des Fonds und schlichtet eventuell auftretende Konflikte. Es kann sich unter Umständen aus Vertretern der größeren originären Investoren und des General Partner des Fonds zusammensetzen. Die wichtigste Gruppe sind jedoch externe Branchenexperten, deren Netzwerke und Know-how genutzt werden, um die Kapitalakquisition zu erleichtern und zu fördern. Als Stabsstelle ist das *Advisory Board* beratend tätig und verfügt über keinerlei Entscheidungsbezugnis. Die Ratschläge des Boards sind nicht bindend (Holzmann / Rottke 2005, S. 329).

Das Team um den General Partner analysiert Investmentgelegenheiten und stellt diese nach positiver Bewertung dem *Investment Committee* (Anlageausschuß) vor. Die Entscheidungen werden letzten Endes vom General Partner in Absprache mit diesem Organ getroffen. Ihm gehören in der Regel die Firmengründer und / oder Managing Directors des Fonds an. Das Investment Committee fungiert als interne Kontrollinstanz des Fonds. Neben der Kontrollfunktion ist das Investment Committee für die Kapitalakquisition verantwortlich und es ist den originären Investoren zur Auskunft verpflichtet. Die Einflußmöglichkeiten dieses Organs sind erheblich größer als die des *Advisory Boards* (ebenda).

Das Eigenkapital für einen Private Equity-Fonds wird von den *Fondsinvestoren* im Rahmen des „Fundraisings“ bei Initiierung eines Fonds zur Verfügung gestellt. Die Fondsinvestoren sind als Limited Partner in der Rechtsform einer Limited Partnership (das ist die dominierende Rechtsform der Private-Equity-Immobilienfonds) mit dem General Partner verbunden. Typische Fondsinvestoren sind institutionelle Investoren wie Versicherungen oder Pensionskassen, Stiftungen und vermögende Privatanleger. Die eingeworbenen Mittel stehen aufgrund von Verpflichtungserklärungen der Investoren (Commitments) für einen bestimmten Zeitraum zum Abruf bereit.

Das eingesammelte Kapital der REPE-Fonds wird überwiegend in Beteiligungsunternehmen investiert, denen zum Teil auch die Rolle einer Plattform für weitere Investitionen zugeordnet wird. Der Gewinn aus der Veräußerung fließt üblicherweise im Verhältnis 80:20 an die Fondsinvestoren und das Fondsmanagement zurück.

Die Fondslaufzeit bewegt sich im Allgemeinen zwischen drei und sieben Jahren mit einer Verlängerungsoption im Umfang von ein bis zwei Jahren. Die Haltedauer einzelner Objekte

⁹ Zur Rollenverteilung der verschiedenen Akteure siehe auch Cordes 2009, S. 97 f. sowie Austrup 2007, S. 17 f.

bzw. Projekte oder Beteiligungen kann aber wesentlich kürzer ausfallen (Rottke 2006, S. 39), da sich bietende günstige Verkaufsgelegenheiten in opportunistischer Weise wahrgenommen werden.

Die Beteiligungsunternehmen oder -plattformen, an denen die REPE-Fonds beteiligt sind, darf man sich nicht als Einzelunternehmen vorstellen. Es handelt sich vielmehr um komplexe Konzernstrukturen, die sich über mehrere Länder erstrecken. Diese Strukturen sind ihrerseits geprägt von den spezifischen Anforderungen der Finanzierungsseite (Stichwort: Großverbriefungen) und dem Motiv der Steuervermeidung im Hinblick auf die Grunderwerbsteuer und gewinnbezogene Steuern. Innerhalb der komplexen Konzernstrukturen können folgende Funktionstypen von Gesellschaften unterschieden werden:

- Bestandhaltungsgesellschaften (auch Objektgesellschaften genannt): Dies sind die Gesellschaften, die rechtlich das Eigentum an den Immobilien halten. Sie sind damit auch für die Besicherung der Fremdmittelaufnahmen von zentraler Bedeutung. Die Objektgesellschaften haben meistens kein eigenes Personal und sie erfüllen mithin auch keine Steuerungs- und Managementfunktionen.
- Immobilien-Servicegesellschaften: Diese besorgen das operative Geschäft und sie bündeln das dafür erforderliche Personal. Die für die Wohnungsunternehmen erforderlichen Dienstleistungen – vom Hausmeisterservice bis zum Portfoliomanagement – können mit je nach Konzern unterschiedlichem Differenzierungsgrad auf verschiedene Gesellschaften verteilt sein. Die entsprechenden Strukturen sind häufig kurzlebig. Die Erfahrung zeigt, daß sie im Rahmen von Geschäftsprozeßreorganisationen immer wieder umgebaut werden.
- Immobilien-Beteiligungsgesellschaften: Über teilweise komplexe Strukturen bündeln diese häufig sowohl personal- als auch immobilienlosen Gesellschaften die Objektgesellschaften – teilweise auch die Servicegesellschaften – zu einer Konzernstruktur.
- Zentrales Immobilien-Asset-Management: Dieses kann auf der Ebene der zentralen Holding angesiedelt oder in Form einer eigenen Gesellschaft organisiert sein. Hier laufen die Führungsfunktionen des Wohnungskonzerns zusammen und hier verläuft die Schnittstelle zur Finanzbeteiligung.
- Holding und Finanzbeteiligung: Häufig besteht neben einer zentralen Holding in Deutschland eine Beteiligungsgesellschaft im steuerbegünstigten Ausland, z.B. in Luxemburg, auf Malta oder in den Niederlanden. Über diese ist die Beteiligung von Private-Equity-Fonds oder anderen Shareholdern organisiert.
- Verbriefungsgesellschaften: Für die Verbriefung von Übernahmeschulden werden Ein-Zweck-Gesellschaften gebildet.

V.2 REPE aus Initiatorensicht

Real Estate Private Equity-Fonds werden zumeist von angloamerikanischen Investmentbanken, Private Equity-Häusern, privaten Investmentfirmen oder institutionellen Investoren initi-

iert. Die Initiatoren nehmen zugleich die Rolle des General Partners in der Limited Partnership ein, die in etwa vergleichbar mit der eines Komplementärs in einer Kommanditgesellschaft nach deutschem Recht ist. Die strategische und operative Führung des Fonds liegt beim General Partner.

Die Rolle der Investmentbanken beim Arrangement von REPE-Transaktionen erscheint den Gutachtern diffus und nicht frei von Interessenkonflikten. Wenn eine Investmentbank als Fondsinitiator auftritt, dann wird sie regelmäßig auch in weiteren Rollen tätig: als Fremdkapitalgeber, als Fondsinvestor und als Placing Agent. Aus dieser Rollenvielfalt können sich Interessenkonflikte im Verhältnis zu den anderen Fondsinvestoren ergeben. Abgesehen davon operieren Investmentbanken in ihrer Rolle als Fondsinvestoren mit wesentlich höheren Fremdkapitalhebeln als etwa Pensionsfonds oder Universitätsstiftungen.

Das Fondsmanagement eines REPE-Fonds wird vom General Partner gestellt, der den Fonds auch initiiert hat. Er ist für die Festlegung der Anlagekriterien, das laufende Management und die Investition des Fondskapitals zuständig. Der General Partner ist in begrenztem Umfang auch mit eigenen Mitteln an den von ihm aufgelegten Fonds beteiligt und erhält neben der Management Fee einen erfolgsabhängigen Gewinnanteil als Anreiz (Hillenbrand 2006, S. 78).

Die Initiatoren sind mithin in jeder Hinsicht als die treibende Kraft hinter den Übernahmehtransaktionen anzusehen. Das gilt für die Gewinnung von Investoren ebenso wie für den spezifischen Investmentansatz und das laufende Management der Beteiligungen. Es sind die Initiatoren, die die REPE-Fonds lancieren und den Markt für Unternehmensbeteiligungen nach Investmentchancen absuchen, die zum Investmentfokus des jeweiligen Fonds passen. Sie bedienen sich bei diesen Aufgaben allerdings der Unterstützung durch spezialisierte Dienstleister (z.B. bei der Strukturierung der Finanzierung, der Plazierung von Wertpapieren oder der steuer- und gesellschaftsrechtlichen Optimierung).

Das Fondsmanagement rekrutiert sich aus den Reihen des Fondsinitiators und die Gewinnbeteiligung des Fondsmanagements fließt dem Initiator und den im Fondsmanagement eingesetzten Mitarbeitern zu. Man muß das Engagement des Initiators als unternehmerische Beteiligung charakterisieren. Im Verhältnis zu den (anderen) Fondsinvestoren liegt die unternehmerische Führung beim Initiator, während die Mitwirkungsrechte der Fondsinvestoren meistens nur relativ schwach ausgeprägt sind (etwa durch eine Repräsentanz im Advisory board).

Der unternehmerische Charakter des Engagements des Fondsinitiators zeigt sich besonders im Vergütungsmodell. Das Fondsmanagement erhält eine „Management fee“ in Höhe von 0,5 bis 2 Prozent des Fondsvolumens. Überwiegend besteht die Vergütung des Fondsmanagements aber aus erfolgsabhängigen Komponenten, so daß wirksame Anreize zur Erfolgsmaximierung vorhanden sind. Neben der Verzinsung des eigenen Eigenkapitalanteils bildet der sogenannte „Carried Interest“ die zweite Säule der erfolgsabhängigen Vergütung.

Als Carried Interest wird der Anteil am Gewinn eines erfolgreichen Investment-Partnerships bezeichnet, der dem Fondsmanagement zu Lasten der Fondsinvestoren eines Private Equity-Fonds als ein Anreiz dafür gezahlt wird, daß er die Performance des Fonds maximiert. Um

den Carried Interest zu erhalten, muß zunächst das gesamte investierte Kapital wieder an die Investoren zurückgeflossen sein und nicht selten muß darüber hinaus den Investoren eine Mindestrendite („Hurdle Rate“) in einer vorher bestimmten Höhe zugeflossen sein. Diese Voraussetzungen sind in der Regel erst zum Exitzeitpunkt erfüllt. Die übliche Hurdle Rate liegt bei 8 Prozent des von den Investoren eingesetzten Kapitals. Der Carried interest-Satz selbst liegt bei Opportunity-Fonds üblicherweise bei 20 Prozent des auf den Kapitaleinsatz bezogenen Gewinns.

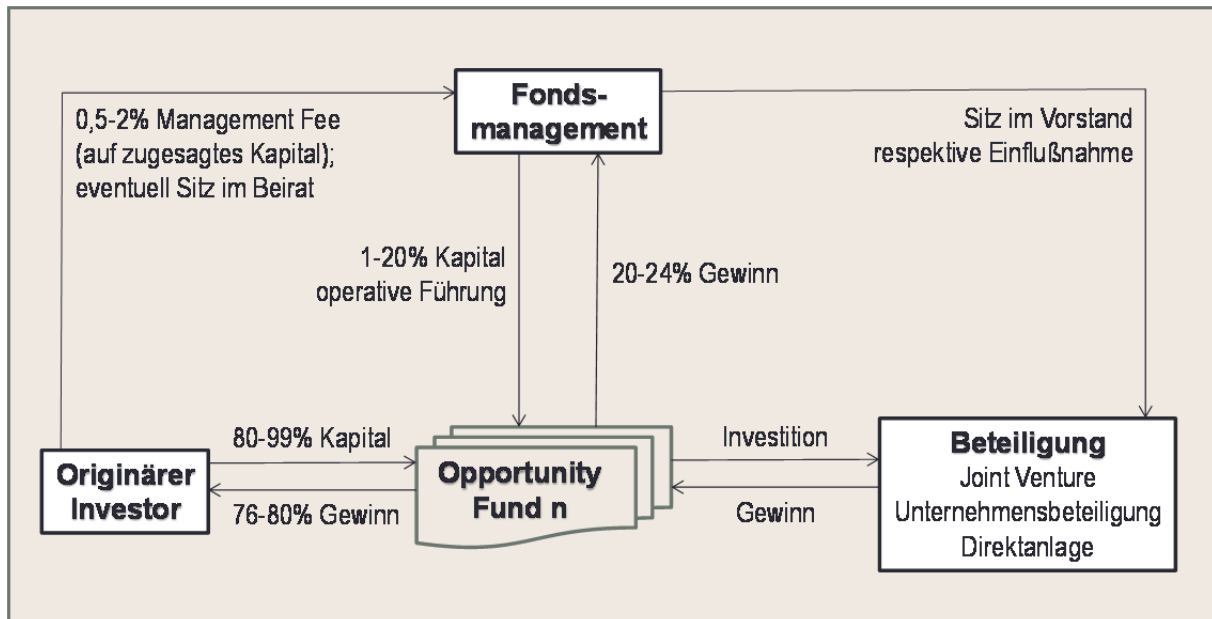


Abbildung A-10: Beteiligungs- und Vergütungsstrukturen

Quelle: Bader 1996, S. 156

Das Fondsmanagement hält außerdem Anteile an den REPE-Fonds und zwar in einer Größenordnung zwischen 1 und 20 Prozent des Fondskapitals. Je nach der Höhe der Beteiligungsquote wird das Interesse des Fondsmanagements an einer herausragenden Performance des Fonds damit weiter verstärkt. Das erfolgsabhängige Vergütungsmodell setzt sich auf der Ebene der einzelnen Fondsmanager fort. Die erfolgsabhängigen Gehaltsbestandteile können ein Vielfaches ihres Grundgehaltes ausmachen. Bei dieser Anreizstruktur hat das Fondsmanagement ein ausgeprägtes Interesse an einer herausragenden Performance der Fonds und insbesondere an einem erfolgreichen Exit.

Carried Interest-Klauseln in Verbindung mit einer niedrigen Beteiligungsquote der Private Equity-Gesellschaft können nach Einschätzung der Gutachter für die anderen Stakeholder problematische Folgen haben. Wenn der Carried Interest die Haupteinnahmequelle aus dem Engagement bildet, dann besteht jedenfalls bei Investments, deren aktuelle Performanceprognose sich knapp unter der Hurdle Rate bewegt, die Gefahr, daß das Fondsmanagement in einen nicht nachhaltigen Aktionismus verfällt, um die Hürde doch noch zu nehmen. Wenn

sich dagegen die Performance so schlecht entwickelt, daß die Hurdle Rate für unerreichbar angesehen wird, könnte das Fondsmanagement geneigt sein, Dienst nach Vorschrift zu machen und sich erfolversprechenderen Aktivitäten zuzuwenden.

In der aktuellen Finanzkrise sind für die Fondsmanager die Risiken des Wiederverkaufs der Beteiligungen gestiegen. In einer Situation, die von verbreiteter Risikoabstinenz und einer Zurückhaltung der Banken bei der Gewährung größerer Übernahmekredite geprägt ist, zeigen sich die Wiederverkaufsmärkte nur wenig aufnahmefähig. Weitere Risiken können sich aus der Struktur der aufgenommenen Finanzierungsmittel ergeben. Die aus Verbriefungen zugeflossenen Mittel stehen in der Regel nur für mittlere Laufzeiten zur Verfügung und Refinanzierungen bestehender Verbriefungen sind wegen der geringen Aufnahmefähigkeit der Märkte schwierig. Außerdem steht ein großer Teil der von verschiedenen Private Equity-Häusern für Unternehmensübernahmen aufgenommenen Mittel in einem relativ engen Zeitfenster zur Pro- longation an.

Alles in allem erscheint das Grundmodell der Private Equity-Fonds in erster Linie auf die Interessen der Initiatoren / General Partner zugeschnitten zu sein. Sie bilden das kreative unternehmerische Element in der Geschäftsbeziehung und sie benötigen zur Verwirklichung ihrer Ideen mehr oder weniger passive Kapitalgeber. Aus der Sicht dieser Kapitalgeber, die den größten Teil des risikotragenden Eigenkapitals zur Verfügung stellen, stellt sich das Geschäftsmodell Private Equity anders dar.

V.3 REPE aus Investorensicht

V.3.1 Produktspezifische Anforderungen an die Investorenschaft

Im Vergleich mit anderen Anlageformen hat die Beteiligung an einem Private-Equity-Immobilienfonds aus Sicht eines Investors nicht unwesentliche Nachteile. Die meisten Fonds erfordern erhebliche Anfangsinvestitionen: Das geforderte Mindestinvestment bewegt sich je nach Fonds zwischen 1 und 100 Millionen Dollar. Eine typische Größenordnung sind 5 Millionen Dollar. Bezogen auf das zugesagte Kapital sind üblicherweise 5-15 Prozent davon sofort einzuzahlen. Hinzu kommen während der etwa 2-3-jährigen Commitment period weitere auf Anforderung kurzfristig¹⁰ zu leistende Kapitaleinschüsse. Diese Zahlungen dienen zur Finanzierung des Erwerbs von Vermögensgegenständen während der Akquisitionsphase. Das funktioniert ähnlich wie eine Kreditlinie.

¹⁰ Die Drawdown notices selbst sehen zumeist eine Zahlungsfrist von 5 bis 15 Geschäftstagen vor und geben gleichzeitig den Zweck des Kapitalabrufs (Investment, Management Fee, sonstige Kosten) an (Steinmüller / Lück 2009, S. 4). Nach anderen Quellen sollen die Vorwarnzeiten zwischen 5 und 60 Tagen liegen (Thissen 2006, S. 180).

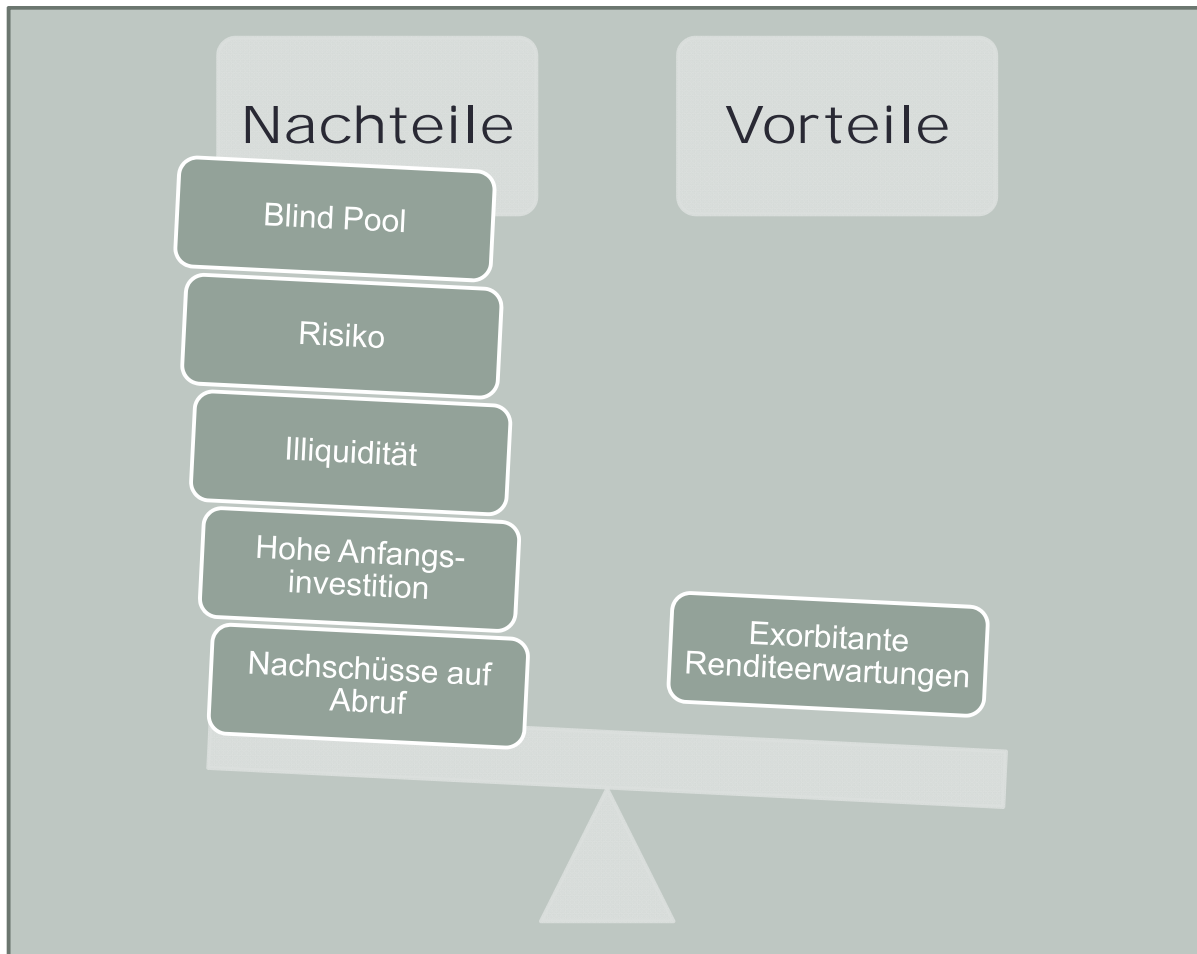


Abbildung A-11: Vor- und Nachteile eines Private Equity-Investments aus der Sicht eines Fondsinvestors

Der überwiegende Teil der einzuzahlenden Mittel wird also von den Investoren bei Bedarf auf Abruf zur Verfügung gestellt (Banal-Estanol / Ippolito 2011, S. 2). So kann das Fondsmanagement flexibel auf Investitionsgelegenheiten reagieren und die Investoren können ihr knappes Kapital bis zum Abruf anderweitig arbeiten lassen.¹¹ Es liegt auf der Hand, daß die Fondsinvestoren über beachtliche Reserven an liquiden oder kurzfristig liquidisierbaren Mitteln verfügen müssen, um solche Verpflichtungen eingehen zu können. Die Losgrößenproblematik wird dadurch weiter verschärft.

Für das auf Abruf zugesagte Kapital wird üblicherweise ein Einzahlungsplan vereinbart, der festlegt, welche Teilbeträge des zugesagten Kapitals („Committed Capital“) zu welchen Zeitpunkten in den Fonds einzuzahlen sind.¹² Es wird vertraglich festgelegt, unter welchen Bedingungen das zugesagte Kapital abgerufen werden kann („Equity Call“). Dies ist vor allen dann der Fall, wenn in neue Portfolio-Unternehmen investiert werden soll, oder wenn Folge-

¹¹ Wenn eine Private-Equity-Gesellschaft keine geeigneten Investitionsgelegenheiten finden kann, wird sie nicht auf die Zusagen der Investoren zurückkommen, über ihre Anfangsinvestition hinaus noch weiteres Eigenkapital einzuschließen.

¹² Der Anteil des zugesagten Kapitals, der zu einem bestimmten Zeitpunkt bereits einbezahlt wurde, wird als das abgerufene Kapital (Drawn Down Capital) bezeichnet.

investitionen in bereits im Portfolio befindliche Unternehmen getätigt werden (ZEW / EBS 2005, S. 1 f.). Während der Fondslaufzeit findet ein regelmäßiges Reporting gegenüber den Fondsinvestoren statt.

Die Fondsinvestoren binden sich für die feste Laufzeit der Fonds. Die Handelbarkeit der Anteile ist während der Laufzeit stark beschränkt. Wenn das Kapital einmal investiert ist, kann es während der Laufzeit des Investments kaum wieder liquidisiert werden. Es ist für einen Zeitraum von bis zu 12 Jahren gebunden. Ausschüttungen erfolgen in der Regel nicht aus dem laufenden Cash flow aus der Bewirtschaftung der Immobilien, sondern nur, wenn durch das Ziehen von Exitoptionen aperiodisch liquide Mittel zufließen. Die Fondsinvestoren / Kommanditisten haben in der Regel aber nicht das Recht zu verlangen, daß Vermögensgegenstände zu Geld gemacht werden.

Während die Fungibilität der Investments erheblichen Beschränkungen unterliegt, gilt dies nicht so vorbehaltlos für die Liquidität. Unter Liquiditätsgesichtspunkten ist der Dreh- und Angelpunkt die Frage, wie die Nichtleistung der später auf Abruf zu leistenden Kapitaltranchen sanktioniert wird. In nicht wenigen Fällen hat man sich gegenüber Investoren mit Liquiditätsproblemen entgegenkommend verhalten, indem man ihnen im nachhinein eine Reduktion ihres zugesagten Kapitals oder andere Erleichterungen zugestanden hat (Goldstein et al. 2009).

Die entsprechenden Partnership agreements sind in dieser Frage unterschiedlich ausgestaltet. Grundsätzlich enthalten typische Verträge eine Reihe von Klauseln, die gegen eine vorzeitige Kündigung gerichtet sind. Ein Beispiel sind „Default penalties“, also Strafzahlungen, die im Falle einer Nichtleistung zugesagter Kapitalbeiträge fällig werden. Die Sanktionsintensität ist hier allerdings je nach Vertrag sehr unterschiedlich. Sie reicht von der Möglichkeit eines kostenlosen Austritts („No fault divorce clause“) bis hin zum vollständigen Verlust der Beteiligung (Lerner / Hardyman / Leamon 2005).

Unabhängig von den vertraglichen Regelungen und ihrer Anwendung bedeutet es für einen Fondsinvestor natürlich einen Reputationsverlust, wenn er seinen eingegangenen Verpflichtungen nicht nachkommt. Daraus können sich negative Konsequenzen für zukünftige Geschäftsmöglichkeiten ergeben.

Die Verzinsungsansprüche der Fondsinvestoren tragen der Tatsache, daß erhebliche Kapitalien kurzfristig auf Abruf bereitgestellt werden müssen, ebenso Rechnung wie dem Risikoprofil von Private Equity Investments. Außerdem verlangen die Investoren noch eine Liquiditätsprämie als Bestandteil der Eigenkapitalverzinsung, die die beschränkte Fungibilität ihrer Beteiligungen widerspiegelt: Die Investments in die Kommanditanteile eines Limited Partnerships werden als vergleichsweise „illiquide“ Kapitalanlagen angesehen, die aus diesem Grund eine Prämie im Vergleich zu liquiden Investments (z.B. börsennotierte Aktien oder Anleihen) erzielen sollten.

Die meisten REPE-Fonds haben eine geschlossene Struktur, das heißt, es wird versucht, einen von vornherein feststehenden Gesamtbetrag an Eigenkapital einzusammeln und wenn dies gelungen ist, wird der Fonds geschlossen. Weitere Fondsanteile werden nach der Schließung nicht mehr ausgegeben. Den mitunter ein wenig langwierigen Entscheidungsprozessen bei institutionellen Investoren kann mit mehreren aufeinanderfolgenden Closing dates Rechnung getragen werden.

Da es sich bei REPE-Fonds in der Regel um „Blind pools“ handelt, bei denen die konkreten Akquisitionsobjekte zum Investitionszeitpunkt noch nicht feststehen, ist die Auswahl der Initiatoren und der Fonds von ausschlaggebender Bedeutung für die zukünftige Performance des Investments. Die Investoren können anfangs lediglich die fondsspezifische Akquisitionsstrategie und die Expertise des Fondsmanagements prüfen, nicht aber die Werthaltigkeit der Zielobjekte. Angesichts der Risiken im Zusammenhang mit gehebelten Private-Equity-Investitionen in Immobilien kann ein Anleger seinen gesamten Kapitaleinsatz verlieren, wenn der Fonds sich schlecht entwickelt. Trotzdem gibt es Investoren, die große Teile ihrer Immobilienanlagen einem einzigen Fondsmanager anvertrauen.

Das Fondsmanagement eines Private Equity-Fonds genießt eine relativ große Handlungsfreiheit. Die Beschränkungen durch Regulierungen oder Mitwirkungsrechte der Fondsinvestoren engen den Handlungsraum nicht wesentlich ein. Es handelt sich im Kern um *ein vertrauensbasiertes Investment*, bei dem die Anleger sich in erster Linie auf die angenommene Kompetenz der Fondsmanager verlassen: „Accordingly, an investment decision regarding any particular private equity fund is usually based primarily on the basic economic terms offered by the private equity fund and on the experience and track record of the Sponsors and their Principals” (Schell 1999, S. 9-19). Eine Umfrage unter institutionellen Mitgliedern der INREV hat gezeigt, daß der „Track record“ der Fondsmanager der wichtigste Faktor bei der Investitionsentscheidung ist.

Aus den oben genannten Gründen sind Private Equity Fonds nur für solche Adressen geeignet, die es sich leisten können, über längere Zeiträume auf den Zugriff auf ihr investiertes Kapital zu verzichten, die so liquide sind, daß sie kurzfristige Kapitalanforderungen nicht in Verlegenheit bringen und die zugleich den Verlust erheblicher Teile ihres investierten Kapitals verkraften können. Diese Nachteile werden durch potentielle jährliche Renditen zwischen 10 und 15 Prozent, nicht selten auch 20 Prozent und mehr, für erfolgreiche opportunistisch ausgerichtete Fonds ausgeglichen.

Angesichts ihrer spezifischen Beschränkungen eignen sich Private Equity-Investments also nur für bestimmte Investorengruppen. Als Investoren in Private-Equity-Immobilienfonds treten neben institutionellen Anlegern wie Versicherungen, Pensionskassen oder Universitätsstiftungen auch sehr vermögende Privatpersonen auf.

Die meisten Private Equity-Fonds werden außerbörslich geführt. Das bedeutet für die Investoren im Vergleich mit einer Börsennotierung ein geringeres Maß an Transparenz und externer Kontrolle ihrer Anlage. Es gibt von dieser Regel jedoch vereinzelte Ausnahmen wie die 3i-Fonds aus Großbritannien. Eine Börsennotierung kann die Akquisition von bestimmten insti-

tionellen Investoren als Fondsinvestoren erleichtern, die im Hinblick auf Investitionen in nicht börsennotierte Wertpapiere oder Anlagen Beschränkungen unterliegen. Aus Gründen der Minimierung der Kosten einer Börsennotierung sind die börsennotierten Private Equity-Fonds allerdings nicht selten nur „technisch gelistet“ und zwar an „Börsenplätzen“ wie den Kanalinseln oder Irland (Thissen 2006, S. 177). Hier liegt also ein Fall von Regulierungsarbitrage vor.

V.3.2 Zusammensetzung der Investorenschaft

Ursprünglich haben die REPE-Fonds ihr Kapital hauptsächlich unter Investoren aus den USA aufgebracht. Darin spiegelt sich möglicherweise die besondere Raffinesse der dort domizilierenden Investoren sowie ihre Einstellung zum Risiko wider. Es gibt sogar Investoren wie die Harvard Management Company, die Stiftung der Harvard Universität, die ihre Immobilienanlagen ausschließlich in REPE lenken (Thissen 2006, S. 172).

Es besteht ein Zusammenhang zwischen der Größe eines Investors und der Wahrscheinlichkeit, daß er in REPE investiert ist. Großinvestoren sind viel häufiger in der Assetklasse REPE engagiert als mittlere und kleine Institutionen, aber in der Regel ist der Anteil von REPE an ihrem gesamten Immobilienanlagevolumen relativ klein.

Als Investoren von REPE-Fonds kommen aufgrund des hohen Mindestanlagevolumens, des geringen Liquiditätsgrades und der beachtlichen Risiken neben institutionellen Investoren (Pensionskassen, Versicherungen oder Kreditinstitute), Stiftungsvermögen oder vermögende Privatanleger (sogenannte „High Networth Individuals“ - HNWI) in Frage. Die Beträge, mit denen sich die Investoren an REPE-Fonds in den USA beteiligen, liegen zwischen 5 und 500 Mio. Dollar und die durchschnittliche Beteiligungshöhe beträgt etwa 25 Mio. Dollar (Holzmann / Rottke 2005, S. 328).

Als wichtigste Investorengruppe gelten *Pensionsfonds*. Deren langfristigen Anlagezielen kommt die Kombination aus einem geringen Liquiditätsgrad und einer hohen Renditeerwartung besonders entgegen. Ähnliche Anlagepräferenzen haben *Lebens- und Rückversicherer*, die eine weitere wichtige Anlegergruppe stellen. In den USA investieren daneben die *Stiftungsvermögen* und zwar insbesondere die großen Universitätsstiftungen in REPE. Die Pensionsfonds, die Versicherer und die Stiftungen haben den langfristigen Anlagehorizont gemeinsam. Es ist kein Zufall, daß diese Investoren, die mit der langfristigen Bindung ihres Kapitals gut leben können, bevorzugt in REPE investieren. Sie dürften für mindestens 40 Prozent des aufgebrachten Eigenkapitals stehen. Typisch ist für diese Investoren ein relativ kleiner Fremdkapitalhebel.

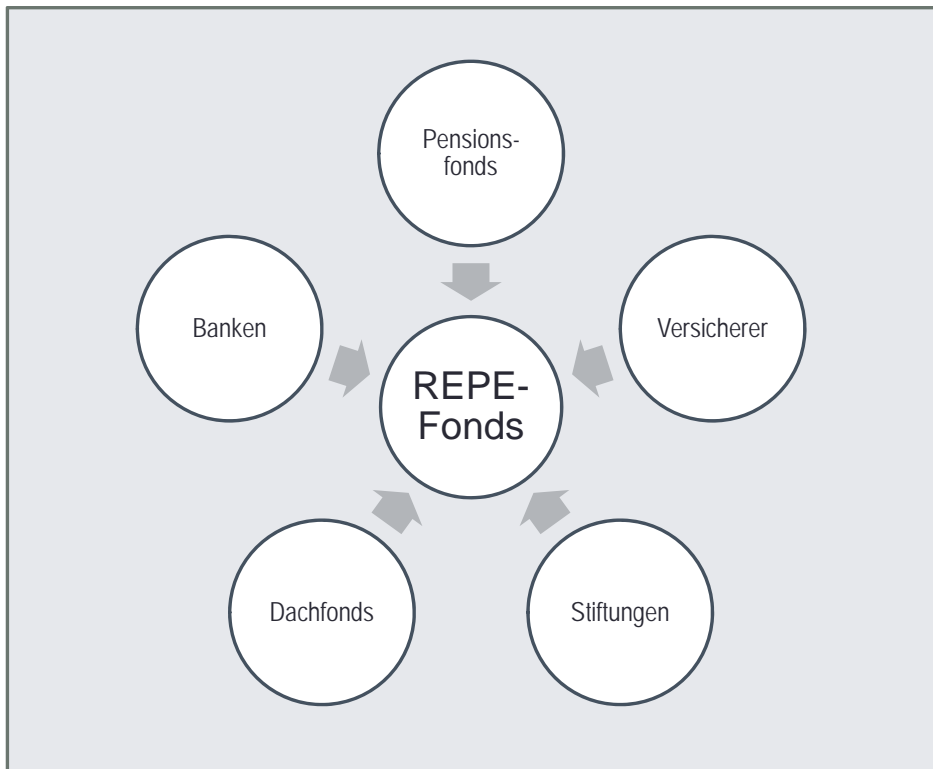


Abbildung A-12: Investorengruppen von REPE-Fonds

Die Investorengruppe der *Dachfonds* erfüllt die Funktion der Umgehung der Losgrößenproblematik. Kleinere Investoren sind oft nicht in der Lage oder (nicht zuletzt wegen des Klumpenrisikos einer einseitigen Ausrichtung ihres Anlageportfolios) willens, 5 Millionen Dollar oder mehr in ein einziges Investment zu stecken. Mit dem Erwerb von Dachfondsanteilen können sie aber dennoch indirekt in die Anlageklasse REPE investieren.

Geschäftsbanken sind nur selten an Private Equity-Fonds beteiligt. Ihre Engagements sind häufig auf Fälle beschränkt, in denen sie den Fonds auch Fremdmittel bereitgestellt haben. Eine im Vergleich mit den Geschäftsbanken wesentlich wichtigere Investorengruppe stellen die Investmentbanken.

Investmentbanken wie Morgan Stanley oder Goldman Sachs sind in großem Stil als Fondsinitiatoren tätig geworden und regelmäßig haben sie nicht unwesentliche Teile der ausgegebenen Fondsanteile auf die eigene Bilanz genommen. Wenn eine solche Investmentbank, sagen wir mit einer bilanziellen Leverage ratio von 1:25, Anteile an einem Private Equity-Fonds hält, dann hat dieses Investment einen ganz anderen Charakter (Chancen-Risikoprofil) als eine entsprechende Beteiligung eines Pensionsfonds.

Wenn auf der REPE-Fondsebene und der Ebene des Zielunternehmens die Eigenkapitalquote je 20 Prozent beträgt (Leverage ratio von 1:5), dann liegt bei einer bilanziellen Leverage ratio des Investors von 1:25 die Eigenkapitalquote auf der Investorenebene bei lediglich 0,16 Prozent ($0,04 * 0,20 * 0,20$). Bei einer Gesamtkapitalrendite des Investments von 10 Prozent und einem Fremdkapitalzins von 4 Prozent ergibt sich bei diesem Verschuldungsgrad gemäß der Leverage-Formel eine jährliche Rendite von 3.754 Prozent auf das eingesetzte Eigenkapital. Die angenommenen Zahlenverhältnisse sind übrigens keineswegs als unrealistisch anzusehen.

Investmentbanken investieren im Rahmen des Eigenhandels auch in Private Equity-Fonds, die von Dritten aufgelegt werden. Darüber hinaus spielen sie im Rahmen ihres Plazierungsgeschäftes eine wichtige Rolle bei der Plazierung von Fondsanteilen und Anleihen. Schließlich übernehmen sie auch Funktionen im Rahmen von Verbriefungsstrukturen, etwas als Treuhänder oder Servicer.

V.3.3 Krisenexposition der Investoren

Die Krise ist an den Fondsinvestoren nicht spurlos vorübergegangen. Sie haben nicht selten mit Investments in anderen Assetklassen (z.B. Aktien) Verluste erlitten oder ihre Investments sind illiquide geworden. Besonders für Adressen, die wie öffentliche Pensionsfonds regelmäßige Verpflichtungen haben, ergibt sich daraus ein erhöhter Liquiditätsbedarf. Vor diesem Hintergrund werden die relativ langen Bindungsfristen der bestehenden Engagements in Private Equity Fonds als problematisch angesehen. Die Investoren reagieren, indem sie den Druck im Hinblick auf laufende Ausschüttungen erhöhen, nicht mehr in neu aufgelegte Fonds investieren oder Kapitalnachsüsse verweigern.

Hier zeigt sich der zyklische Charakter des Private Equity-Geschäfts. Die Investitionsbereitschaft der Kapitalsammelstellen in REPE-Fonds ist wegen der sich ständig wandelnden Risiko einschätzungen der Marktteilnehmer großen Schwankungen unterworfen und damit steigen auch die Risiken für bestehende Investments.

V.4 REPE: Prinzipal-Agent-Problem

Die Delegationsbeziehung zwischen den Fondsinvestoren als Prinzipalen und den REPE-Fonds bzw. dem Fondsmanagement als Agenten ist mit Informationsasymmetrien und der Möglichkeit opportunistischen Verhaltens der Agenten verbunden (Cordes 2009, S. 101).

In dem beschriebenen komplexen Anreiz- und Beziehungsgeflecht sind bestimmte Kontroll- und Überwachungsrechte der Fondsinvestoren gegenüber dem Fondsmanagement verankert. Trotz dieser Beschränkungen verbleiben aber Spielräume des General Partners / des Fondsmanagements, um eigene Ziele zu Lasten der Fondsinvestoren zu verfolgen.

Die Haftungsregeln im Falle eines finanziellen Mißerfolgs basieren auf dem vereinbarten Vergütungsmodell. Der General Partner riskiert seine erfolgsabhängige Vergütung, die Rendi-

te auf seine eigene Beteiligung und das eingezahlte Kapital. Daraus ergeben sich spürbare Anreize, die Gewinninteressen der Fondsinvestoren zu verfolgen. *Es gibt allerdings keine Anreize, sich für die Interessen anderer Stakeholder einzusetzen.*

Für die Überwachung der laufenden Performance des Investments ist das periodische Reporting des Fondsmanagements gegenüber den Fondsinvestoren während der Laufzeit des Fonds von entscheidender Bedeutung, denn die Veröffentlichungs- und Berichtspflichten sind wegen des außerbörslichen Charakters der Strukturen naturgemäß eng begrenzt. Allerdings sind nationale Publizitätspflichten auf der Ebene der Beteiligungsunternehmen anwendbar und zukünftig werden die Bewertungsvorschriften in der neuen AIFM-Richtlinie der EU die Überwachung im Hinblick auf mögliche Bewertungsmanipulationen erleichtern. Als weitere Vorkehrung gegen Mißbrauch und Anlegertäuschung sieht diese Richtlinie die Trennung von Management und Depotverwahrung vor.

Abgesehen von den Informationsrechten bieten auch die Mitwirkungsrechte eine gewisse Kontrollmöglichkeit. Das Advisory board hat allerdings anders als ein Aufsichtsrat einer Kapitalgesellschaft nur eine beratende Funktion. Wesentlich bedeutsamer für die Kontrollmöglichkeiten eines einzelnen Fondsinvestors ist die Repräsentanz im Anlageausschuß.

Nach Einschätzung der Gutachter sind die Interessen der Fondsinvestoren dann am stärksten gefährdet, wenn Investmentbanken REPE-Fonds initiieren und zugleich als Fremdkapitalgeber, Abwickler und Berater auftreten. Aus dieser multiplen Rollenzuweisung können sich vielfältige Interessenkonflikte ergeben. Auf der anderen Seite sind die Fondsinvestoren keine unbedarften Kleinanleger. Es handelt sich um professionelle Adressen, die über entsprechende Erfahrungen und Analysekompetenz verfügen. Eine Verschärfung der Regulierung von Real Estate Private Equity müßte eher die Interessen der anderen Stakeholder und darunter besonders die der Mieter und Mitarbeiter der Beteiligungsunternehmen betonen.

A.VI Auswahl der Übernahmeziele

Die typischen Formen von REPE-Fonds sind Projektentwicklungsfonds und Opportunity Funds. Die hier im Mittelpunkt stehenden Opportunity Funds suchen nach Investitionsmöglichkeiten und sie investieren ihr Kapital zeitlich befristet in der Erwartung erheblicher Wertsteigerungen gegenüber den gezahlten Einstiegspreisen.

Große Wohnungsunternehmen eignen sich grundsätzlich als Objekte einer Farmer-Strategie. Die vergleichsweise sicheren Mieteinnahmen generieren einen stetigen Cash flow, der durch Kostensenkungen, Mietsteigerungen und Leerstandsabbau noch verbessert werden kann. Allerdings können die aus der reinen Bestandsbewirtschaftung erzielbaren Renditen auch durch eine Optimierung der Geschäftsprozesse nicht so weit gesteigert werden, daß sie den Renditeansprüchen von Private Equity-Investoren genügen würden. In einem solchen Investment steckt stets auch die Erwartung zukünftiger Wertsteigerungen, die nicht allein auf die Verbesserung der Bewirtschaftungseffizienz zurückzuführen sind. Solche Wertsteigerungspotentiale können darin liegen, daß der bisherige Eigentümer die Mieterprivatisierung als Geschäftsfeld vernachlässigt hat oder sie können einfach aus einer erwarteten zyklischen Aufwärtsbewegung des entsprechenden Immobilien-Teilmarktes resultieren. So gesehen ist es nur eine Frage der Zeit, bis ein passiv geführtes Wohnungsunternehmen, das seine Bestände einfach nur auf Dauer zu vermieten beabsichtigt, in den Fokus von Finanzinvestoren gerät.

Unter günstigen Marktbedingungen können sich die Annahmen der Investoren erfüllen und die in Aussicht gestellten exorbitanten Eigenkapitalrenditen tatsächlich erwirtschaftet werden. Die komplexe strategische Optimierung der operativen Geschäfte der Beteiligungsunternehmen setzt allerdings eine gewisse Mindestgröße des Portfolios voraus.

Die Übernahme von Immobilien- und besonders von Wohnungsunternehmen bietet besonders günstige Voraussetzungen für die Refinanzierung von Private Equity-Investments. Die stetigen Cash flows in Verbindung mit der Möglichkeit, die Immobilien als Sicherheiten für Verbindlichkeiten einzusetzen, schafft die Voraussetzung für die Refinanzierung der für die Beteiligungsunternehmen fälligen Kaufpreise durch die Verbriefung der Übernahmeschulden.

Die hohen Wertsteigerungserwartungen der Finanzinvestoren sind eher mit Immobilien in schwierigen Situationen oder mit erkennbaren Ineffizienzen und Problemen im Immobilienmanagement (Cordes 2009, S. 99) zu begründen als mit Core-Investments. Aufgrund ihrer geringen Regulierungsintensität unterliegen die REPE-Fonds keinen spürbaren Beschränkungen ihres Anlagehorizonts, die ihnen bei derartigen Engagements im Wege stehen würden.

Unverkennbar sind die Risiken, die mit einem Investmentansatz verbunden sind, bei dem ganz bewußt Problemfälle als Investitionsobjekte im Fokus stehen, denn nicht jede Problemimmobilie läßt sich mit der ins Auge gefaßten Strategie „drehen“. Wenn die Problemanalyse den Investor zu falschen Schlußfolgerungen über die Problemursachen führt, dann werden die vorgesehenen Maßnahmen nicht zum „Turnaround“ führen und der gezahlte Kaufpreis erweist sich im nachhinein als überhöht. Die Gutachter sehen hier insbesondere die Gefahr, daß mit den deutschen Marktverhältnissen nicht vertraute, unerfahrene Finanzinvestoren

sich auf die Jagd nach vermeintlichen „Schnäppchen“ begeben, die sich dann als eine Herausforderung an das Immobilienmanagement erweisen, der die neuen Eigentümer nicht gewachsen sind. In solchen Fällen, wo sich die anfänglich optimistischen Renditeerwartungen zerschlagen haben und an sich weitere Investitionen in die Bausubstanz oder das Wohnumfeld gefordert wären, neigen Finanzinvestoren aber zu einer Bewirtschaftung „auf Sparflamme“.

In der Fachliteratur zum Thema Private Equity wird immer wieder die Professionalität der Finanzinvestoren bei der Objektauswahl betont. Die Sorgfalt, die an dieser Stelle geübt wird, dürfte allerdings zum Teil ein Reflex auf die grundsätzlich hohe Risikoexposition der Geschäftsmodelle sein. Die sogenannte „Due diligence-Prüfung“ dient der Vorbereitung von Akquisitionen. Mit Hilfe einer sorgfältigen Analyse und gewissenhaften Überprüfung der Zielobjekte sollen die mit dem Erwerb verbundenen Chancen und Risiken rechtzeitig erkannt werden. Man unterscheidet zwischen „legal“ (Rechtsfragen, z.B. Grundbuch, Baulasten, Mietverträge, planungs- und genehmigungsrechtliche Situation, Bauverträge), „technical“ (z.B. Bauzustand, Modernisierungsbedarf), „financial“ (Finanzierung), „commercial“ (Bewertung, Markt- und Standortanalyse), „tax“ (steuerliche Situation) und „contamination“ (Altlasten) Due diligence.

Der Handlungsspielraum der REPE-Fonds ist so wenig eingeschränkt, daß sie kaum daran gehindert sind, kreative Investmentansätze mit großen Risiken und hohen Fremdkapitalhebeln zu verfolgen. Die Fonds kennen keine Vorgaben im Hinblick auf zulässige Anlagen, Obergrenzen für bestimmte Assetklassen oder die Mischung und Streuung im Anlageportfolio. Ebenso wenig müssen REPE-Fonds Vorschriften über eine minimale Liquidität oder einen maximalen Verschuldungsgrad beachten.

Die konkrete Auswahl der Investment targets der REPE-Fonds richtet sich nach der vom Fondsmanagement jeweils verfolgten Anlage- und Wertschöpfungsstrategie. In dieser Hinsicht sind drei strategische Ansätze zu unterscheiden:

- Performance Management
- Re-Development
- Discount Deals

VI.1 Performance-Management

Das Performance Management umfaßt die Optimierung sämtlicher Prozesse des Immobilienmanagements, wie Vermietungs-, Vertrags-, Objekt- und Dienstleistungsmanagement, mit dem Ziel den freien Cash flow aus dem Objekt bzw. dem Portfolio zu maximieren und somit den Verkehrswert zu steigern (Vogel / Wittkop 2006, S. 407 ff.). Wenn es sich um eine umfassende Reorganisation handelt, wird in der Fachliteratur der englische Begriff Business Process Reengineering (kurz: BPR; Deutsch etwa: Geschäftsprozeßneugestaltung) verwendet. Dieser Begriff wurde 1993 von Henry Johansson geprägt. Michael Hammer und James Champy definierten ihn als: „Fundamentales Umdenken und radikales Neugestalten von Geschäftsprozessen, um dramatische Verbesserungen bei bedeutenden Kennzahlen, wie Kosten,

Qualität, Service und Durchlaufzeit zu erreichen“. Im Gegensatz zur Geschäftsprozessoptimierung, bei der nur einzelne Geschäftsprozesse effizienter gestaltet werden, findet hier ein grundlegendes Überdenken des Unternehmens und seiner Geschäftsprozesse statt.

Lehrreiche Beispiele für diesen strategischen Ansatz finden sich in den Fallstudien. Die Gutachter verweisen hier insbesondere auf das Clear Water-Projekt, mit dem die Deutsche Annington ihre Geschäftsprozesse grundlegend reorganisiert hat. Auf die Rolle der einzelnen Werthebel auf der Beteiligungsebene wird in der Synopse eingegangen.

Die Optimierung der operativen Geschäfte der Beteiligungsunternehmen dient der Wertsteigerung der Finanzanlage. Der Shareholder value-Ansatz dürfte bei Unternehmen, die von Private Equity-Fonds beherrscht werden, in Reinform verwirklicht sein. Damit werden alle anderen „Stakeholder“, also z.B. die Mitarbeiter und die Kunden, zu Objekten einer strikten Finanzoptimierung. Das Beteiligungsunternehmen selbst verliert aus der Perspektive der Fondsmanager seine Persönlichkeit. Es geht nicht um Sachziele oder die Verfolgung einer Business mission, sondern einzig und allein um den Beitrag des Unternehmens zu den Renditezielen der beherrschenden Fonds. Das Beteiligungsunternehmen wird damit zu einem reinen Objekt, zu einem Erfüllungsgehilfen von Renditekalkülen.

Andererseits sind die von Private Equity-Fonds kontrollierten Unternehmen während der Laufzeit der Fonds weniger von Schwankungen des Kapitalmarktes abhängig als beispielweise eine börsennotierte Aktiengesellschaft. Die Fondsmanager haben größere Spielräume, um strategische Entscheidungen durchzusetzen, die erst mit zeitlicher Verzögerung zu Gewinnsteigerungen führen. Der befristete Absolutismus des Fondsmanagements eröffnet somit zusätzliche Spielräume für unternehmerische Innovationen. Solche Spielräume bestehen allerdings auch bei eigentümergeführten Unternehmen. Der entscheidende Unterschied liegt in der Perspektive auf das Unternehmen: Handelt es sich um ein reines Objekt, das keinen Eigenwert besitzt oder um eine lebende Organisation mit einem Auftrag, mit dem die Mitarbeiter sich identifizieren, um eine Institution mit einer Geschichte und einer Zukunft?

VI.2 Re-Development

Im Unterschied zum prozeßbezogenen Performance-Management steht beim Re-Development die Optimierung der Immobilien selbst im Vordergrund. Es handelt sich hier um die Aufwertung von Grundstücken oder Bestandsobjekten durch ein neues oder erweitertes Nutzungskonzept, wo nötig begleitet von der Schaffung der planungsrechtlichen Voraussetzungen und einschließlich der baulichen Umsetzung der Vorhaben. Der objektbezogene Wertschöpfungsprozeß wird erst durch den Verkauf des Projektes (Exit) abgeschlossen. Das Re-Development von Bestandsobjekten kann auch Teil eines aktiven Portfolio- und Asset-Managements sein und somit als eine Wertschöpfungsstrategie bei der Verwertung oder Repositionierung eines Immobilienportfolios Anwendung finden (Höller 2006, S. 431 ff.).

VI.3 Discount Deals

Unter Discount Deals (Abschlagsgeschäfte) werden sämtliche Transaktionen subsumiert, die auf eine Wertschöpfung durch einen Einkauf von einzelnen Objekten und Teilportfolien mit einem Abschlag und eine spätere Veräußerung mit einem entsprechenden Gewinn abzielen (Austrup 2007, S. 20). Derartige Abschläge können beispielsweise beim Ankauf von heterogenen oder ertragsschwachen Portfolien erzielt werden. Die Realisierung der Wertsteigerungspotentiale kann in diesen Fällen aber ein Re-Development erfordern. Abschläge können weiterhin erzielt werden, wenn sich die Verkäufer in Zwangssituationen oder Notlagen befinden. Eine weitere Möglichkeit bildet die Ausnutzung von Marktzyklen und ineffizienten Marktsituationen. Zyklisch orientierte Kalküle haben eine nicht zu unterschätzende Rolle für das Engagement mancher Finanzinvestoren auf dem deutschen Markt für Wohnimmobilienpakete gespielt. Die entsprechende Investmentthese lief darauf hinaus, daß der deutsche Markt eine Nachzüglerrolle im Hinblick auf die weltweite Hauspreisinfation einnehmen würde.

Alle Spielarten der Discount-Strategie sind spekulativer Natur und daher risikobehaftet. Das gilt besonders für die Versuche, die Marktzyklen auszunutzen oder von vermeintlichen Marktineffizienzen zu profitieren. Eine Seitwärts- oder Abwärtsbewegung eines Teilmarktes kann aus ganz unterschiedlichen Gründen viel länger anhalten als irgend jemand erwartet hatte. Auf der anderen Seite sind die Immobilienmärkte von ihrer Natur her vergleichsweise wenig transparent und anfällig für gestörte Marktprozesse. Es sind unvollkommene Märkte mit Ineffizienzen bei der Preisbildung, die sich für spekulative Engagements geradezu anbieten.

Innerhalb einer Transaktion bzw. Beteiligung können auch mehrere Strategien parallel verfolgt werden. So kann ein Fonds eine Siedlung mit erheblichem Leerstand zu einem Spottpreis erwerben (Discount deal), die Siedlung anschließend komplex modernisieren (Re-Development) und außerdem noch wesentliche Teilprozesse outsourcen (Performance Management).

A.VII Besonderheiten der Finanzierung von Übernahmetransaktionen

Eine besondere Herausforderung für die Gutachter bildete die Aufklärung über die Finanzierungsmethoden der Finanzinvestoren, denn dabei waren verschiedene Finanzierungsebenen und Finanzierungsphasen (Fundraising-, Akquisitions-, Management- und Exitphase) zu unterscheiden und vergleichsweise wenig transparente Strukturen aufzuhellen. Es kam hinzu, daß die Finanzierungsstruktur eines Real Estate Private Equity Investments stets auch ein individuelles Element hat.

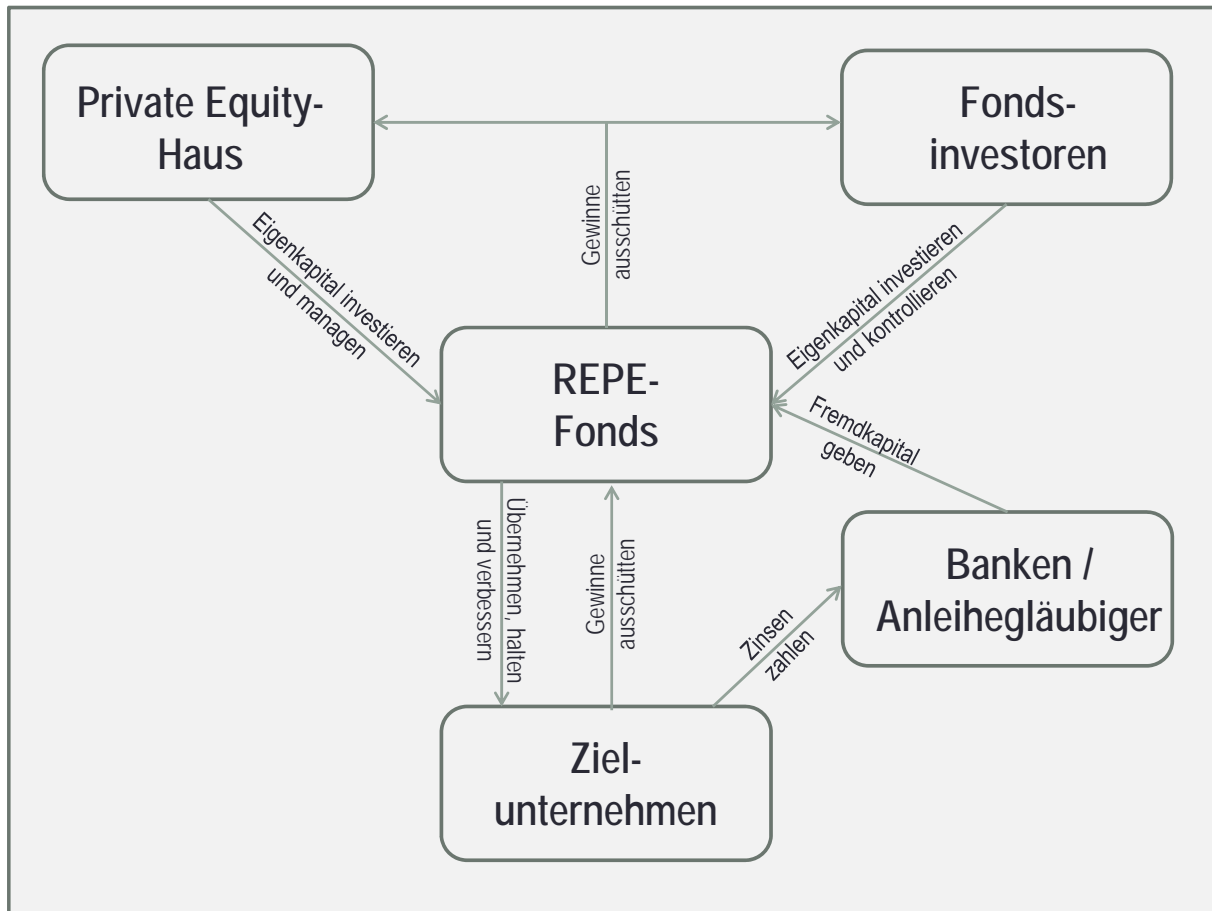


Abbildung A-13: Erweitertes Grundmodell einer Private-Equity-Struktur

Grundsätzlich sind vier Ebenen der Finanzierung zu unterscheiden:

1. Fondsinvestoren und Private Equity-Haus (z.B. Fortress, Blackstone) als Eigenkapitalgeber der Transaktion
2. Private Equity-Fonds als Pool für benötigten Eigenmittel (oft mit Fremdkapitalhebel versehen)
3. Bankenkonsortium bzw. im Falle einer anschließenden Verbriefung mittels einer Zweckgesellschaft Anleihegläubiger als Fremdkapitalgeber für die Übernahmefinanzierung

- Übernommenes Unternehmen als Objekt der finanziellen Optimierung im Interesse der finanziellen Ziele der Fondsinvestoren mit Schwerpunkt auf der Maximierung der transaktionsbezogenen Rendite

Es handelt sich um steuer- und renditeoptimierte Strukturen, deren Renditeerwartung durch einen hohen Verschuldungsgrad (Fremdkapitalhebel) weiter heraufgehoben wird. Es war ein wichtiges Ziel der Studie, diese Strukturen transparent zu machen und ihre Zweckrationalität zu verstehen.

VII.1 Strukturierung einer Übernahmefinanzierung

Finanzierungen von Übernahmetransaktionen im Immobilienbereich haben meistens eine komplexe Struktur. Es handelt sich in der Regel um *strukturierte Finanzierungen*, bei denen das Eigenkapital der Fondsinvestoren die Basis der Finanzierung bildet. Der größte Teil der Finanzierungsmittel (80-90 Prozent sind hier eine übliche Spanne) besteht aber aus Fremdmitteln. Die eingesetzten Fremdmittel können ihrerseits nach dem Rangverhältnis (Senior- / Junior-Loan) und danach unterschieden werden, ob sie in Teilbereichen eigenkapitalähnliche Eigenschaften aufweisen (sogenanntes „Mezzanine-Kapital“). Die nachstehende Abbildung zeigt typische Größenordnungen der einzelnen Finanzierungsbausteine im Verhältnis zum Wert des zu übernehmenden Portfolios.

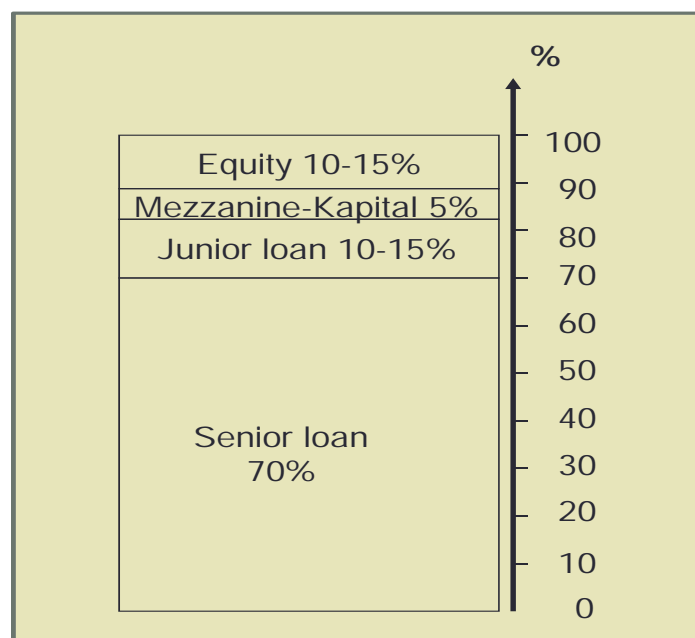


Abbildung A-14: Verteilung der einzelnen Finanzierungsbestandteile anhand der Loan to Value Ratio (LTV)¹³

Quelle: in Anlehnung an Herfurth / Keppler 2006, S. 348.

¹³ Kapitalkomponente im prozentualen Verhältnis zum Wert des zu übernehmenden Immobilienportfolios, welches als Sicherheit für die Finanzierung dient.

Strukturierte Finanzierungen sind maßgeschneiderte Finanzierungskonzepte, die im Normalfall nur dann zur Anwendung kommen, „wenn eine normale Fremdfinanzierung aufgrund der gegebenen Umstände nicht möglich ist bzw. zu viel Risiko birgt und somit zu teuer wäre“ (Herfurth / Keppler 2006, S. 349). Sie haben also nicht eigentlich einen substitutiven Charakter, sondern strukturierte Finanzierungen ermöglichen besonders risikoträchtige Projekte, die sonst gar nicht zustande gekommen wären.

Strukturierte Finanzierungen sind analytisch und technisch herausfordernd und sie erfordern daher eine hochqualifizierte ganzheitliche Beratung, die von den entsprechenden Fachabteilungen großer Investmentbanken geleistet wird.

Die Finanzierung wird von den Bankberatern zunächst auf der Basis der gewählten Struktur modellhaft aufbereitet. Dazu wird ein Finanzplan erstellt, der die gesamte Laufzeit der Finanzierung abdeckt und in der Regel quartalsweise die Cash flow- und Kreditsalden aufzeigt („Financial Modeling“). Das Ziel dieser Übung ist nicht nur die Einschätzung der finanziellen Vorteilhaftigkeit der Transaktion, sondern auch die Identifikation von Finanzierungsrisiken und Unterdeckungen.

Von zentraler Bedeutung für das Ergebnis der Finanzmodelle sind die gewählten Annahmen im Hinblick auf die prozentualen Mietsteigerungsmöglichkeiten, Leerstände, Verwaltungs- und Instandhaltungskosten. Die Annahmen werden je nach der Perspektive auf das Projekt unterschiedlich gesetzt und daraus ergeben sich unterschiedliche Szenarien: Der „Equity case“ reflektiert dabei die Erwartungshaltung der Eigenkapitalgeber, während der „Bank case“ sich aus verschiedenen Streßszenarien zusammensetzt. Daneben werden noch Worst- und Best-Case-Szenarios berechnet. Aus Sicht der Fremdkapitalgeber dienen diese Modellrechnungen vor allem der Einschätzung der Performance des Investments für den Fall, daß wesentliche Annahmen erheblich verletzt werden. Letzten Endes geht es also um die Abschätzung und Quantifizierung des Ausfallrisikos, dem die Gläubiger ausgesetzt sind.

VII.2 Eigenkapital

Private Equity-Fonds bringen ihr Eigenkapital im Wege der Privatplazierung auf. Für die Plazierung sind sie auf die Unterstützung durch sogenannte „Placing agents“ angewiesen. Die Placing agents nehmen neben der Dokumentationsfunktion (Private Placement Memorandum, Due diligence Pack, Präsentationen) und der erfolgskritischen Vertriebsfunktion für die Fondsanteile auch eine Beratungsfunktion gegenüber dem Emittenten wahr. Diese ist der Vertriebsfunktion zeitlich vorgelagert und sie dient in erster Linie der Einschätzung des Plazierungsrisikos angesichts der spezifischen Eigenschaften und Erfolgsaussichten des Investitionsvorhabens und der aktuellen Kapitalmarktverhältnisse. Als Placing agents fungieren in den angelsächsischen Ländern überwiegend spezialisierte Investmentbanken.

Den potentiellen Fondsinvestoren, die sich vorläufig zu einem Investment bereit erklärt haben, werden sehr weitgehende Informationsmöglichkeiten eingeräumt. Nachdem sie schriftlich ihre Verschwiegenheit erklärt haben, wird ihnen das Due diligence pack überlassen oder es wird ihnen Zugang zum Datenraum gewährt.

Wenn die ersten Angebote eingehen, legt der Placing agent ein „Book of bids“ an, in dem er die Gebote sammelt. Die Rechte und Pflichten der Investoren gemäß des mit den Partnern auszuhandelnden „Limited Partnership Agreements“ sind grundsätzlich individuell verhandelbar. So fordern Investoren mitunter einen Sitz im Aufsichtsrat des Beteiligungsunternehmens (Thissen 2006, S. 179).

Die Fondsinvestoren haben unterschiedliche Kompetenzen und sie verfolgen gegenüber den Initiatoren unterschiedliche Strategien. Es gibt Investoren, die für penibles Research bekannt sind und die deswegen eine Signalfunktion gegenüber anderen Investoren wahrnehmen. Andere Fondsinvestoren sind dagegen für ihr besonderes Verhandlungsgeschick berühmt. In dem Verhandlungsprozeß nehmen die Placing agents die Rolle von „facilitators of capital flows from limited partners to general partners“ wahr (ebenda).

VII.3 Besonderheiten bei der Fremdfinanzierung von Akquisitionen: Verbriefungen und Covenants

Je nach der Art des eingesetzten Fremdmittels können unterschiedliche Ablösungsoptionen zum Tragen kommen. Während das Mezzanine-Kapital und der nachrangige Junior-Kredit meistens über Banken syndiziert werden, bestehen beim Senior-Kredit, der mit Abstand den größten Teil einer typischen Finanzierung ausmacht, unterschiedliche Optionen. Nicht selten wird die Senior loan zunächst als Brückenkredit ausgereicht und dann später durch eine längerfristige Finanzierung ersetzt (Herfurth / Keppler 2006, S. 357).

Häufig sind die Finanzierungen so aufgebaut, daß die strukturierte Finanzierung nur der Akquisitionsfinanzierung dient und eine Ablösung der aufgenommenen Mittel durch eine Verbriefung am Kapitalmarkt fest eingeplant ist. Für eine Verbriefung am Kapitalmarkt sprechen nicht nur Kostenerwägungen (niedrigere Zinssätze), sondern auch die Flexibilität von Verbriefungen (beispielsweise schrittweise Amortisation durch Immobilienverkäufe).¹⁴ Davon abgesehen dürfte die Refinanzierung durch eine Verbriefung in vielen Fällen unumgänglich sein, weil die betreffenden Transaktionen wegen ihrer Größe und ihrer spezifischen Risiken weder auf klassische Weise noch mittels strukturierter Finanzierungen über längere Zeiträume finanziert werden können. In diesen Fällen sind die Verbriefungen sozusagen „alternativlos“. Ihr Sinn und Zweck liegt also in erster Linie in der Eigenkapitalentlastung der Gläubigerbanken. Diese hätten ohne eine anschließende Verbriefung die Finanzierung in den meisten Fällen wegen der hohen Ausfallrisiken gar nicht gewährt. Mit der Verbriefung werden die Finanzierungsrisiken an den Kapitalmarkt weitergegeben und damit breiter gestreut.

Aufbauend auf den Zielvorgaben des Originators und den Ergebnissen der Due diligence erfolgt die strukturelle Ausgestaltung der Immobilienverbriefung. Zwei Perspektiven sind dabei zu beachten: die strukturelle Einbringung der Vermögenswerte zur Besicherung der Anleihe (die Asset-Seite) und die Strukturierung der Anleihe (die Liability-Seite).

¹⁴ Herfurth / Keppler 2006, S. 357.

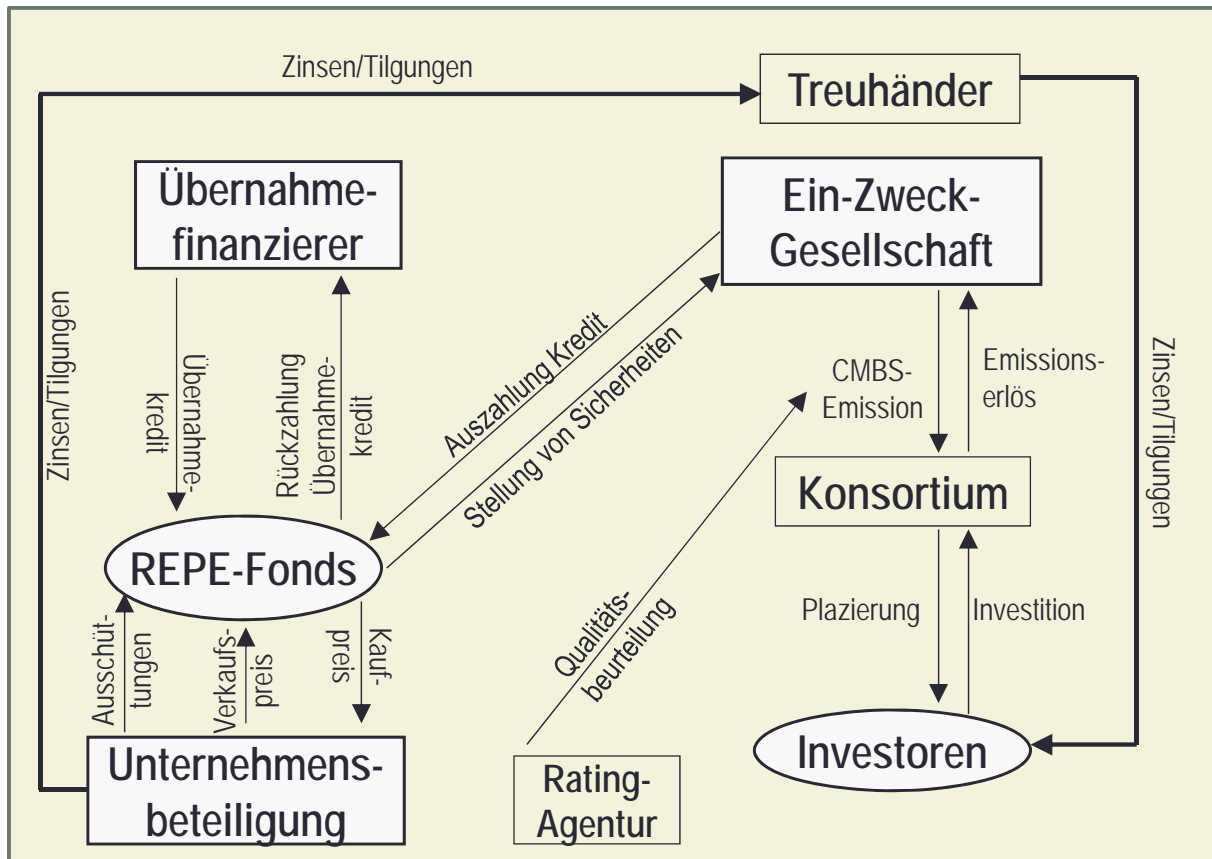


Abbildung A-15: Agency-Verbriefung

Bei einer „Agency-Verbriefung“ gründet der Kreditnehmer selbst eine Zweckgesellschaft, die ihrerseits Anleihen (sogenannte „Commercial Mortgage Backed Securities“, kurz: CMBS) emittiert, die mit Forderungen gegen den Kreditnehmer besichert sind (z.B. Inhaberschuldverschreibungen). Der Emissionserlös wird zur Rückzahlung der Akquisitionsfinanzierung verwendet und die Zins- und Tilgungszahlungen müssen aus dem Cash flow des übernommenen Immobilienportfolios geleistet werden.

Aus den gesamten Einnahmen der Zweckgesellschaft je Quartal werden als erstes die laufenden Gebühren der Transaktion bezahlt (z. B. für Treuhänder, Administration, Servicing). Aus den verbliebenen Einnahmen werden die Zinszahlungen an die Anleiheinvestoren bestritten und zwar nach dem Wasserfallprinzip, d.h. zuerst werden die Gläubiger der AAA-Tranche vollständig bedient, dann die der AA-Tranche und so weiter. Kommt es zu einer Zahlungsstörung, so sind davon zuerst die Gläubiger der sogenannten First Loss-Tranche betroffen, die dafür allerdings in Form eines deutlich höheren Zinses entschädigt werden.

Laufende Tilgungszahlungen sind meistens nicht vereinbart. Tilgungszahlungen werden vielmehr unregelmäßig durch Abführung der Erlöse aus dem Verkauf von Teilportfolien geleistet. Die verbliebene Restschuld ist dann am Ende der Laufzeit in einer Summe zu tilgen.

Die Strukturierung und der Vertrieb der Anleihen werden von der eingeschalteten Investmentbank übernommen. Je nach dem gewählten Plazierungsverfahren (Best effort oder Un-

Weil in einer Verbriefungsstruktur jede Verschlechterung der Bonität des als Sicherheit fungierenden Immobilienportfolios unmittelbar auf den Wert der begebenen Anleihen durchschlägt und eine Durchgriffshaftung auf die Eigenkapitalgeber meistens ausgeschlossen ist, werden zugunsten der Anleihegläubiger regelmäßig sogenannte „Covenants“ vereinbart. Das sind Klauseln zur Sicherung der Forderungen der CMBS-Investoren, die den Kreditnehmer (also die bestandshaltenden Objektgesellschaften) verpflichten, während der Kreditlaufzeit bestimmte vereinbarte finanz- oder wohnungswirtschaftliche Kennzahlen erfüllen. Dies gilt beispielsweise im Hinblick auf die Vermietungsleistungen, wo bestimmte Leerstandsquoten nicht überschritten werden dürfen. Andere Covenants betreffen die Berichterstattung, die Einhaltung bestimmter Bilanzrelationen, die laufende Bewertung der Immobilien und die Kapitalstruktur (Verschuldungsgrad).

Ein weiteres gebräuchliches Instrument zum Schutze der Anleihegläubiger sind sogenannte „Tail periods“: Die Laufzeit der CMBS-Anleihen wird bewußt um einige Jahre länger gewählt als die Laufzeit der Forderungen gegenüber den Objektgesellschaften, um nötigenfalls ausreichend Zeit für die Verwertung der Sicherheiten zu haben.

Die Covenants nehmen ihrerseits Einfluß auf die Bonitätsbeurteilungen der Ratingagenturen. Sie stellen jedoch einen Eingriff in die Autonomie des Fondsmanagements dar und schränken dessen Handlungsfreiheit nicht unerheblich ein. Die Covenants werden üblicherweise in drei Kategorien eingeteilt (Herfurth / Keppler 2006, S. 363):

- **Financial Covenants:** Diese stellen auf das Verhältnis des Cash flows zum Schuldendienst ab. Sie dienen als Performanceindikatoren und Frühwarnsystem für mögliche Kreditausfälle.
- **Non-financial Covenants:** Sie basieren nicht auf finanzwirtschaftlichen Kennzahlen, sondern zielen auf die Verhinderung von Aktionen ab, die die Sicherheitsposition der Anleihegläubiger verschlechtern könnten.
- **Information Covenants:** Diese Art von Covenants regeln die Berichts- und Auskunftspflichten gegenüber den Gläubigern.

Häufig verwendete Financial Covenants sind:

- **Interest Cover Ratio (ICR):** Der Zinsdeckungsgrad ist das Verhältnis eines auf geeignete Weise definierten Cash flows zu den laufenden Zinszahlungen. Als Cash flow-Definition kommen die Nettomieterlöse (Net Cold Rent NCR) oder die Nettomieterlöse zuzüglich der Cash flows aus Immobilienverkäufen in Frage.
- **Debt Service Cover Ratio (DSCR):** Der Schuldendienstdeckungsgrad unterscheidet sich vom ICR dadurch, daß er nicht nur die Zins-, sondern auch die laufenden Tilgungszahlungen mit einbezieht.
- **Loan to Value Ratio (LTV):** Die LTV ist das Verhältnis der Summe der ausstehenden Kredite oder Anleihen zum Gesamtwert der Kreditsicherheiten. Es handelt sich um eine dynamische Größe, die aufgrund von Bewertungsschwankungen und Kredittilgungen ständigen Änderungen unterworfen ist. Die LTV ist eine entscheidende

Risikokennziffer. Je höher sie liegt, desto größer ist das Risiko für die Gläubiger im Insolvenzfall einen Teil ihres Kapitals zu verlieren. Anhand des LTV kann außerdem der Split der einzelnen Tranchen einer strukturierten Finanzierung vorgenommen und somit die Risikoverteilung angegeben werden (Herfurth / Keppler 2006, S. 364).

- **Release-Price-Mechanismus:** Mit diesem Covenant soll verhindert werden, daß sich im Falle des Verkaufs von Immobilien, die als Sicherheit für einen Übernahmekredit oder eine Verbriefung dienen, die Sicherheitsposition der Gläubiger negativ verändert. Verkäufe mindern für sich genommen die Tilgungsfähigkeit des Kreditnehmers, weil nach dem Verkauf die entsprechenden Cash flows wegfallen. Es soll vor allem verhindert werden, daß Verkaufserlöse vollständig an die Eigenkapitalgeber abfließen. Technisch wird das erreicht, indem die jeweils aktuelle LTV mit dem zwischen den Kreditparteien vereinbarten Release-Price-Faktor multipliziert wird. Ein Beispiel: Wir nehmen an, die aktuelle LTV liegt bei 70 Prozent und der Release-Price-Faktor bei 115 Prozent. Die beiden Faktoren sind miteinander zu multiplizieren (70 Prozent * 1,15 = 80,5 Prozent) und der errechnete Faktor ist auf den Verkaufserlös anzuwenden. Wenn also etwa eine Wohnung für 100.000 Euro verkauft wird, dann müssen 80.500 Euro davon zur Tilgung des Kredits bzw. der Anleihen abgeführt werden. Der beschriebene Mechanismus erlaubt dem Fondsmanagement ein hohes Maß an Flexibilität bei seiner Verkaufsstrategie, denn es gibt in der Regel keine vertraglichen Beschränkungen im Hinblick auf die Auswahl der Verkaufsobjekte. Das Fondsmanagement kann die Objekte in Abhängigkeit von der Marktlage und seinen Zinserwartungen flexibel in den Markt geben und damit die Höhe der Restschuld gestalten. Der Bezug auf die LTV enthält allerdings ein Sanktionselement für den Fall von Abwertungen der Sicherheiten, denn der auszukehrende Anteil der Verkaufserlöse fällt um so höher aus, je höher der aktuelle Verschuldungsgrad ist.
- **Cash Sweep:** Hier handelt es sich um eine Vereinbarung, nach der freie Cash flows nach Ableistung des Kapitaldienstes komplett für die weitere Schuldentilgung einzusetzen sind. Sie können also nicht zur Selbstfinanzierung verwendet und schon gar nicht an die Eigenkapitalgeber ausgeschüttet werden. Die freien Cash flows aus der Beteiligung werden also gepoolt und direkt an die Verbriefungsgesellschaft weitergeleitet. Eventuell gibt es eine Aufteilungsregel im Hinblick auf die verschiedenen Kredittranchen. Cash sweeps werden von den Banken insbesondere bei einem sehr hohen Ausgangs-LTV verlangt und zwar um das Verhältnis von Restschuld und Portfoliowert so schnell wie möglich zu senken. Oft wird zusätzlich vereinbart, daß nach Erreichen bestimmter LTV-Schwellen die Auskehrung freier Cash flows ganz oder teilweise entfällt. Beim Cash sweep handelt sich eindeutig um ein Instrument, daß risikoreiche Übernahmen mit einem hohen Finanzierungs-Leverage erleichtert, die sonst gar nicht zustande gekommen wären. Die Vereinbarung eines Cash sweep ändert die Risikoverteilung zwischen den Parteien in einem entscheidenden Punkt. Sie ist für die Gläubiger mit einer Risikoexposition verbunden, die eigentlich eher für Eigenkapital-

geber typisch ist. Denn die Entwicklung der Cash flows unterliegt natürlich Risiken auf der Einzahlungs- wie auch auf der Auszahlungsseite.

Die Unterschreitung eines Financial Covenants löst Event of default-Mechanismen aus, die den Kreditgeber in die Lage versetzen, das Projekt zu übernehmen (non recourse-Finanzierung) oder den Kreditnehmer verpflichten, die im Kreditvertrag festgeschriebenen Relationen wiederherzustellen. Dies kann durch den Nachschuß von Eigenkapital oder die Stellung von Zusatzsicherheiten (limited recourse) geschehen (Froese / Paul 2003, S. 204). Grundsätzlich sind derartige Übernahmefinanzierungen aber Non recourse-Finanzierungen. Das heißt, daß eine Durchgriffshaftung auf das Vermögen der Fondsinvestoren ausgeschlossen ist. Die Covenants dienen gewissermaßen als Kompensation für die fehlende Möglichkeit des Haftungsdurchgriffs.

Die **Non-financial Covenants** beeinflussen direkt die Handlungsspielräume des Fondsmagements (Herfurth / Keppler 2006, S. 365). So werden häufig Beschränkungen für die Aufnahme weiteren Fremdkapitals oder für die Durchführung weiterer Akquisitionen vereinbart. Eine andere Möglichkeit sind Klauseln, die Dividendenzahlungen oder Ausschüttungen an die Eigentümer bis zum Unterschreiten bestimmter LTV-Schwellen verbieten. Auch die Non-financial covenants haben die Aufgabe, die Ansprüche der Gläubiger zu sichern. Sie greifen sehr tief in die operative Handlungsfreiheit ein und sind individuell gestaltet.

Die **Information Covenants** schließlich regeln die Berichtspflichten des Kreditnehmers im Hinblick auf die regelmäßige Zurverfügungstellung von Geschäftszahlen, aber auch bei außergewöhnlichen Ereignissen. Diese Anforderungen sind besonders bei Rechtsformen wichtig, die gesetzlich nicht zur Offenlegung von Geschäftszahlen verpflichtet sind.

Alles in allem befinden sich die Gläubiger von derartigen CMBS-Anleihen aufgrund der entsprechenden Vertragsklauseln in der Regel in einer vergleichsweise sicheren Position. Viele vertragliche Gestaltungen sind zu ihren Gunsten formuliert. Das ist aber auch eine Voraussetzung für die Plazierbarkeit dieser Art Wertpapiere. Dennoch sind diese Papiere selbstverständlich nicht risikolos. Oft weisen die Verbriefungen zu Beginn einen sehr hohen Beleihungsauslauf (LTV) auf, so daß es an einem Puffer zum Auffangen von Bewertungsverlusten fehlt. Wegen der fehlenden Möglichkeit der Durchgriffshaftung stellt das Bewertungsrisiko das größte Risiko für die Anleihegläubiger dar. Wenn das Portfolio aufgrund von Performancedefiziten oder Marktbewegungen abgewertet werden muß, dann kann es bei einem hohen Beleihungsauslauf schnell „unter Wasser“ geraten (d.h. die Restschuld liegt über dem Wert des Portfolios), so daß die Ansprüche der Gläubiger gefährdet sind. Die Verlustrisiken sind wegen der Tranchierung der Anleihen allerdings sehr ungleich verteilt.

VII.4 Kapitalstrukturentscheidungen: Der exzessive Einsatz des Verschuldungshebels

Die Finanzierungsstrukturen auf der Ebene der Fondsinvestoren wie auch auf der Ebene der REPE-Fonds und der Zielunternehmen sind mehr oder weniger fremdkapitallastig, d.h. sie basieren auf dem Einsatz des Fremdkapitalhebels, der insoweit als ein Element ihres offensi-

ven risikopolitischen Ansatzes bezeichnet werden kann. Die Investoren neigen dazu, die Eigenkapitalrendite ihrer Investments ganz gezielt durch einen hohen Anteil an Fremdmitteln an den Gesamtkosten heraufzuhebeln. Gemäß der sogenannten Leverage-Formel

$$EKR = GKR + (GKR - i) * \frac{FK}{EK}$$

läßt sich die Eigenkapitalrentabilität durch einen höheren Verschuldungsgrad (FK / EK) steigern (Leverage-Effekt), wenn die Gesamtkapitalrentabilität GKR über dem Kreditzins i liegt. Der Leverage-Effekt wirkt aber auch in die andere Richtung. Wenn die Gesamtkapitalrentabilität wegen einer Verletzung der getroffenen Annahmen unter den Fremdkapitalzins fällt, dann fällt die Eigenkapitalrendite um so niedriger aus, je höher der Verschuldungsgrad gewählt wurde.

Mit dem Einsatz des Fremdkapitalhebels kann also das Risikoprofil des Investments ganz gezielt geändert werden. Auf der Ebene der Beteiligungsplattform bewegt sich der Eigenkapitalanteil an der gesamten Finanzierungssumme in der Regel zwischen 10 und 25 Prozent. Damit lassen sich bereits beachtliche Hebelwirkungen auf die Eigenkapitalrendite erzielen. Diese lassen sich noch weiter steigern, wenn auch der Private Equity-Fonds und der Fondsinvestor ihre Kapitaleinlagen zum Teil mit Fremdmitteln finanzieren. Die besten Voraussetzungen dafür haben Investmentbanken.

Der exzessive Einsatz des Fremdkapitalhebels hat zur Folge, daß sich die Streßresistenz des Investments insgesamt verschlechtert. Gegebene Annahmeverletzungen schlagen bei einem höheren Fremdkapitalhebel stärker auf das Eigenkapital durch. Der Risikopuffer, den das Eigenkapital bildet, ist dünner und entsprechend weniger belastbar. Die Folgen einer negativen wirtschaftlichen Entwicklung eines solchen hochgehebelten Investments hängen von der Gestaltung des Vertragsverhältnisses zu den Fremdkapitalgebern ab. Sowohl bei Konsortialkrediten als auch bei Verbriefungsstrukturen sind hier die in den Covenants definierten Schwellen und die vereinbarten Sanktionsmechanismen maßgeblich. Grundsätzlich nimmt der Handlungsspielraum des Fondsmanagements bei sukzessiven Covenantverletzungen ständig ab. Wenn eine Stabilisierung nicht gelingt, übernehmen in letzter Konsequenz die Fremdkapitalgeber die Kontrolle über die Beteiligung.

VII.5 Der Exit als Schlußstein der Finanzierung

Der Exit, also die spätere Liquidation des Investments, ist stets Bestandteil der Verwertungsstrategie einer Private Equity-Transaktion. Die Beteiligungen an den Zielunternehmen werden nie auf unbestimmte Zeit eingegangen. Mit dem Exit fließt das eingesetzte Kapital an die Investoren zurück und zwar erwartungsgemäß mit einer hohen ex post-Verzinsung. Auch wenn mit dem Investment laufende Überschüsse erzielt wurden und daraus bereits während der Haltdauer Ausschüttungen geleistet wurden, so wird die totale Performance in den meisten Fällen entscheidend von den beim Ausstieg erzielten Verkaufspreisen bestimmt. Bei der Mehrzahl der Transaktionen sind laufende Ausschüttungen, wenn überhaupt, nur in sehr begrenz-

tem Umfang möglich, weil der größte Teil des laufend erzielten Cash flows wegen des typischerweise hohen Verschuldungsgrades des Investments für den laufenden Kapitaldienst verwendet werden muß. Außerdem können bestimmte Covenants (Release-Price-Mechanismus, Cash Sweep) ausschüttungsbegrenzend wirken.

Die Fondsmanager und Fondsinvestoren verfolgen das gemeinsame Ziel, einen möglichst hohen durchschnittlichen Veräußerungsgewinn zu erzielen. Genau genommen geht es ihnen um die Maximierung des Barwertes aller Veräußerungserlöse unter Beachtung von bestimmten Nebenbedingungen, die in den Covenants oder in Sozialchartas festgelegt sind.

Soweit die Wertsteigerungserwartungen zum Investitionszeitpunkt zyklisch geprägt waren, kann eine fixierte Haltedauer Probleme bereiten, wenn sich beispielsweise die Erholung des betreffenden Marktsegmentes verzögert. Um die Flexibilität zu erhöhen werden daher oft „Extension periods“ mit den Fondsinvestoren vereinbart, die es bei ungünstiger Umfeldentwicklung erlauben, den Exitzeitpunkt um 1-2 Jahre zu verschieben (Stainer / Holzmann 2006, S. 534).

Die Immobilien werden also nicht nur mit dem unbestimmten Ziel einer späteren Veräußerung erworben. Vielmehr haben die Investoren bereits zum Ankaufszeitpunkt eine Investmentthese aufgestellt und eine Vorstellung über die Form (Exitkanal bzw. mehrere Exitkanäle für Teilexits) und den Zeitpunkt des Ausstiegs sowie über mögliche Käufer entwickelt. Denn: „Nur eine kurze Haltedauer ermöglicht über den sogenannten ‚Time Value of Money‘ eine hohe interne Kapitalverzinsung“ (Stainer / Holzmann 2006, S. 532). Wenn der Exit erst nach 15 oder 20 Jahren stattfindet, dann kann auch ein hoher Veräußerungsgewinn wegen der nach einer so langen Haltedauer bereits recht kleinen Abzinsungsfaktoren nicht mehr den gewünschten Beitrag zur Gesamtperformance des Investments leisten.

Es geht also um das Erkennen und die spätere Realisierung von Wertsteigerungspotentialen und nicht um den spekulativen Kauf von Ladenhütern. Die Initiatoren konzentrieren sich dementsprechend auf Transaktionen mit einem niedrigen Einstandspreis und einem hohen Wertsteigerungspotential (ebendort). Das schließt allerdings nicht aus, daß die unterliegende Investmentthese von der tatsächlichen Entwicklung an den Immobilien- und Kapitalmärkten widerlegt werden kann.

Besonderheiten der Finanzierung von Übernahmetransaktionen

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

Abbildung A-17: Exit-Strategien

Der Exit kann „en gros“ oder „en détail“ vollzogen werden (Stainer / Holzmann 2006, S. 535 ff.). Bei einem Exit en détail werden einzelne Objekte oder Wohnungspakete am Immobilienmarkt veräußert. Die Mieterprivatisierung gilt als Vorzugsvariante, da hier oft die höchsten Margen im Verhältnis zum Buchwert der Wohnungen erzielt werden. Auch den Verkauf von größeren Teilportfolien an strategische Investoren, institutionelle Investoren oder andere Finanzinvestoren (sogenannter „Secondary sale“) betrachten die Gutachter als eine Form des Exits en détail.

Bei einem Exit en gros werden keine Immobilien verkauft, sondern Geschäftsanteile. Für den Exit en gros bieten sich folgende Alternativen an:

- Verkauf von Geschäftsanteilen an andere Investoren (Beteiligungsverkauf)
- Exit über einen Börsengang
- Auflegen von Immobilienfonds (seltener, nur für ausgewählte Teilbestände)

Selbstverständlich können die verschiedenen Exitkanäle auch kombiniert eingesetzt werden. Die Bildung von Teilportfolios und die Zuordnung zum jeweils optimalen Exitkanal bildet sozusagen eine Kernkompetenz eines REPE-Fondsmanagers.

Beim Exit über einen Börsengang handelt es sich um einen klassischen Exitkanal. In den USA ist insbesondere der Exit über steuertransparente REIT-Aktiengesellschaften schon oft praktiziert worden. Die REIT-AG nach deutschem Recht kommt aber für Wohnimmobilienportfo-

lios nicht in Frage, da bei dieser Rechtsform, der Erwerb oder das Halten von Bestandsmietwohnimmobilien statusschädlich wäre.¹⁵ Als Alternative bietet sich die gewöhnliche (Immobilien-)AG nach deutschem Recht an. Das Beispiel der Gagfah zeigt, daß auch ausländische Rechtsformen (in diesem Fall die Aktien- und Verbriefungsgesellschaft nach Luxemburger Recht) als Ausstiegsvehikel genutzt werden können. Eine Börsen- und Indexnotierung in Deutschland ist damit nicht ausgeschlossen.

Ein erfolgreicher Börsengang erfordert jedoch die Erfüllung einer Reihe von Voraussetzungen (Stainer / Holzmann 2006, S. 537). Neben einem Mindestvolumen und einer attraktiven Bewertung der Vermögensgegenstände kommt es vor allem auch auf eine überzeugende „Equity story“ an. Eine attraktive Equity story zeichnet sich qualitativ durch ein einzigartiges und nachhaltiges Geschäftsmodell, einen erfolgreichen „Track record“ der Gesellschaft und ihres Managements¹⁶ und eine Corporate governance-Struktur ohne Fehlanreize und Kontrolldefizite aus. Als quantitative Erfolgsfaktoren sind unter anderem die erwartete Ausschüttungsrendite und die Kapitalstruktur von Bedeutung. Die Equity story muß zu den wandelbaren Präferenzen der Investoren passen.

Eine noch so gute Equity story ist allerdings keine Erfolgsgarantie, wenn das Kapitalmarktumfeld ungünstig ist. Es gibt an den Kapitalmärkten immer wieder Gelegenheitsfenster, aber auch längere Perioden, in denen Neuemissionen von Aktien so gut wie nicht stattfinden. Der Exit über einen Börsengang ist alles in allem mit großen Unsicherheiten verbunden und zeitlich nicht genau planbar.

Die Bemühungen der Berliner GSW um einen Exit über die Börse sind ein beredtes Beispiel für diese Art von Unsicherheiten.¹⁷ Der Börsengang des Immobilienunternehmens GSW mit knapp 50.000 Wohnungen in Berlin ist erst im zweiten Anlauf gelungen. Dabei konnten die Anteile mit einem Preis von 19 Euro je Aktie nur am unteren Ende der bis 23 Euro reichenden Preisspanne plaziert werden. Von dem Emissionserlös in Höhe von 468 Millionen Euro flos-

¹⁵ Der Ausschluß inländischer Bestandsmietwohnimmobilien aus den für die REITs in Frage kommenden Investitionsobjekten wurde restriktiv ausgestaltet (Kofner 2007). Nach § 1 Abs. 1 Nr. 1 und § 3 Abs. 9 REIT-Gesetz wäre eine REIT-AG, die auch nur eine inländische Bestandsmietwohnimmobilie hielte, keine REIT-AG mehr und müßte Körperschaft- und Gewerbesteuer zahlen. Selbst die Verwaltung von Bestandsmietwohnimmobilien würde zum sofortigen Verlust des REIT-Status führen. Auch der Umweg, über das Halten von Anteilen an Immobilienpersonengesellschaften indirekt Bestandswohnimmobilien zu halten, ist den deutschen REITs versperrt (§ 3 Abs. 1 REIT-Gesetz). Die Definition einer „Bestandsmietwohnimmobilie“ ist relativ eng gefaßt. Unter überwiegend Wohnzwecken dienenden Immobilien werden Gebäude verstanden, deren Nutzfläche zu mehr als 50 Prozent Wohnzwecken dient. Einzig die Mieter in Immobilien, bei denen die Wohnnutzung nicht im Vordergrund steht, laufen Gefahr, daß ihre Immobilie in einen REIT eingebracht werden könnte. Außerdem sind Mietwohnimmobilien, die nach dem 31.12.2006 erbaut werden bzw. erbaut worden sind, unabhängig vom gewerblichen Nutzungsanteil REITs-fähig.

¹⁶ Wohnungsunternehmen, die an die Börse streben, steigern mit Mieterhöhungen nicht nur ihre Erträge, sondern sie schmücken sich auch für den Gang auf das Parkett. Die Mietanpassungen sollen den Investoren zeigen, welches Potential in den Beständen steckt (Die Welt v. 9. September 2011 http://www.welt.de/print/die_welt/finanzen/article13594234/Fit-fuer-die-Boerse.html)

¹⁷ Siehe dazu den Handelsblatt-Beitrag v. 14.4.2011: „Investoren drücken den Preis: GSW Börsengang startet holprig“, <http://www.handelsblatt.com/finanzen/aktien/neuemissionen/gsw-boersengang-startet-holprig/4059848.html> .

sen der GSW selbst nur 115 Millionen Euro zu. Die restlichen Erlöse sind an die beiden Alt-eigentümer Cerberus und Goldman Sachs (Whitehall) gegangen, die nach dem Teilexit vorerst mit jeweils rund 20 Prozent am Unternehmen beteiligt bleiben.

Die GSW wollte ursprünglich schon im Frühjahr 2010 an die Börse, sah sich aber wegen der Griechenland-Krise und der ungeklärten Refinanzierung des Unternehmens gezwungen, ihre Pläne zu verschieben. Die Aktien waren seinerzeit mit einer Preisspanne zwischen 15 und 18,50 Euro angeboten worden.

Dagegen sind die Aktien des Wohnimmobilien-AG Gagfah bei ihrem Börsengang im Jahr 2006 auf ein sehr reges Interesse der Anleger gestoßen.

Teil B Fallstudien zu den Geschäftsmodellen ausgewählter in NRW tätiger Plattformen

Die wohnungspolitische Einordnung der Übernahme öffentlicher und werksgebundener Wohnungsbestände durch Private Equity-Gesellschaften und andere Finanzinvestoren kann nicht allein auf der Basis der vorhandenen empirischen und wohnungspolitischen Literatur vorgenommen werden. Die bis dato geleistete Forschung hat aus Sicht der Gutachter ein Beobachtungs- und Theoriedefizit, das nur geschlossen werden kann, indem man die Zweckrationalität der Geschäftsmodelle der neuen Finanzinvestoren nicht von unten nach oben zu rekonstruieren versucht. Das erfordert zum einen eine Beobachtung des Verhaltens der von diesen Investoren gesteuerten Wohnungsplattformen und zum anderen die Erklärung der beobachteten Verhaltensmuster durch die Rationalität der dahinterliegenden Finanzierungsstrukturen. Dieser Unterbau muß wegen der Vielfältigkeit und Intransparenz der Strukturen auf der Ebene der einzelnen Plattformen ansetzen.

Das Gutachten enthält dementsprechend umfangreiche Fallstudien zu allen von Finanzinvestoren beherrschten Wohnungsunternehmen mit größeren Wohnungsbeständen in NRW: Gagfah, Deutsche Annington, LEG, Immeo und BGP. Am intensivsten untersucht wurde wegen ihrer großen quantitativen Bedeutung für NRW und ihrer besonderen Refinanzierungsrisiken die Deutsche Annington.

Bei den Beteiligungsunternehmen mit kleineren Wohnungsbeständen mußte eine Auswahl getroffen werden, die einen möglichst hohen Erkenntnisfortschritt im Hinblick auf die Ziele der Studie versprach. Dabei haben sich die Gutachter von folgenden Gesichtspunkten leiten lassen:

- **Schwerpunktbildung bei notleidenden Investments bzw. solchen Investments, die bei den Behörden und Mietervereinen durch ihr Bewirtschaftungsverhalten besonders auffällig geworden sind**
- **Berücksichtigung unterschiedlicher Herkunftsländer der Initiatoren / General Partner**
- **Abbildung unterschiedlicher Geschäftsmodelle**

In der Studie werden konkret folgende kleinere Plattformen untersucht:

- **Speymill/Goal**
- **Tower Group**
- **WVB Centuria**

Auf der operativen Ebene können zwei Arten von Plattformen unterschieden werden: Plattformen mit integrierter Managementfunktion wie Annington oder Gagfah und andere Plattformen, die das Property Management (die Verwaltungsfunktion) und zum Teil auch das Asset-Management an Dritte vergeben haben (Beispiele: BGP, Tower). Abgesehen davon gibt es

Fallstudien

individuelle Unterschiede im Hinblick auf die Tiefe des Outsourcings (z.B. Betriebskostenabrechnung, Inkasso).

B.I Deutsche Annington¹⁸

Die Deutsche Annington Immobilien Gruppe (DAIG), Bochum ist mit 209.680 (2010: 215.569) verwalteten Wohnungen der größte Vermieter in Deutschland. Zum Jahresende 2011 hielt sie 186.530 (2010: 189.664) Wohnungen im eigenen Bestand, davon etwa 100.000 (53 Prozent) in Nordrhein-Westfalen und davon wiederum mindestens 70 Prozent im Ruhrgebiet. Hinzu kommen 23.150 (2010: 25.905) Wohneinheiten im Verwaltungsbestand. Zum eigenen Bestand zählen außerdem Gewerbeimmobilien, Garagen und Stellplätze.

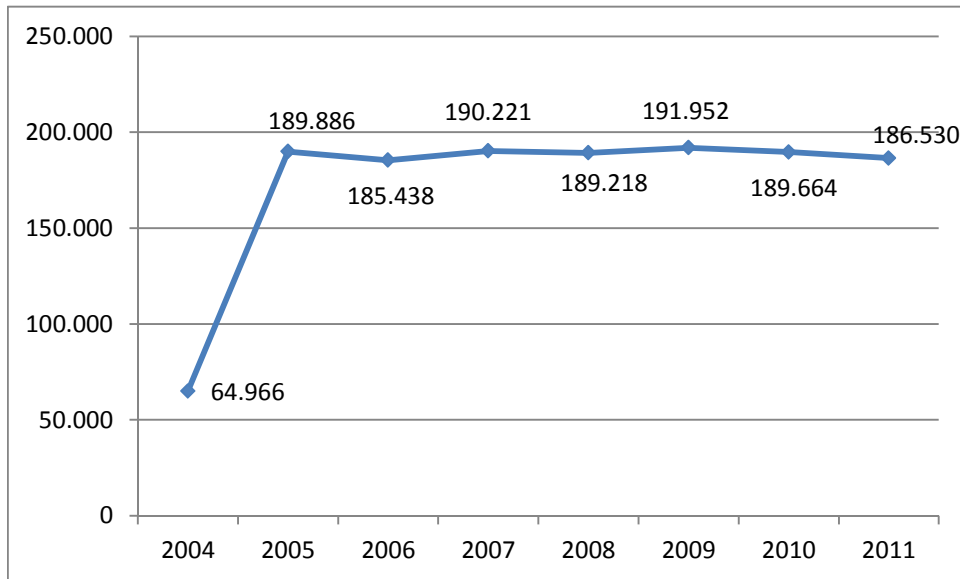


Abbildung B-1: Wohnimmobilieneigenbestand der Deutschen Annington
(Anzahl WE zum 31.12.)

Quellen: Geschäftsberichte

Der Wohnungsbestand der DAIG besteht überwiegend aus ehemaligen Werks- und Sozialwohnungen. Etwa 29.000 Wohnungen der Deutschen Annington sind aktuell öffentlich gefördert und 25.000 belegungsgebunden. Die früheren Eigentümer waren in der Regel gemeinnützige Wohnungsunternehmen mit Eigentümern aus dem öffentlichen Sektor wie der Deutschen Bahn oder der Industrie (besonders Montanindustrie, Metallverarbeitung, Maschinenbau, Chemie und Versorger).

Die beiden größten Akquisitionen der DAIG bildeten die Übernahme von 10 Eisenbahner-Wohnungsbaugesellschaften mit zusammen 64.000 Wohnungen im Jahr 2001 und der Ankauf der Viterra AG von dem Versorgungsunternehmen E.ON im Jahr 2005 mit 138.000 Einheiten. Hinzu kamen kleinere und mittelgroße Akquisitionen wie die Übernahme der Heimbau AG und der Ankauf eines Wohnungsportfolios vom RWE-Konzern (zusammen rund 15.000

¹⁸ Die Fallstudie über die Deutsche Annington basiert in wesentlichen Teilen auf der Arbeit von Unger (2010). Für die in dieser Fallstudie vorgenommenen Wertungen ist jedoch die Projektleitung verantwortlich.

Wohneinheiten) und die Übernahme der Prima GmbH im Jahr 2009 mit 4.500 Wohnungen in Berlin.

Die räumlichen Schwerpunkte der aufgekauften Bahn-Wohnungsunternehmen liegen in Bayern, im Rhein-Main-Gebiet und im Rhein-Ruhr-Gebiet sowie um Leipzig und Kassel. Der norddeutsche Raum und Berlin sind nicht vertreten. Die Wohnungsportfolios der Bahn weisen einen unterschiedlichen Zustand auf. Die Mieter waren ursprünglich Beschäftigte der Bahn. Der Kauf der Bahnwohnungen war mit einschneidenden Auflagen verbunden, die bis heute nachwirken. Innerhalb der ersten 10 Jahre durften in Westdeutschland höchstens 50 Prozent des Bestandes weiterveräußert werden. Bei Verkäufen in den neuen Bundesländern mußten 25 Prozent der Erlöse an die Bahn abgeführt werden und weitere 25 Prozent mußten für Instandhaltung und Modernisierung eingesetzt werden. Wohnungen, die von Bahnangehörigen bewohnt wurden, durften nur an diese oder von ihnen benannte Personen veräußert werden. Die Mieterhöhungen für Belegungsberechtigte waren bis 2011 beschränkt. Schließlich mußten in der ersten fünf Jahren jährlich mindestens 12,78 €/m² für Instandhaltung und Modernisierung der Wohnungen der Bahnangehörigen ausgegeben werden. Ende 2010 waren noch 43.822 Bahn-Wohnungen im Bestand der DAIG.¹⁹

Die Viterra AG ist ihrerseits aus dem von dem Versorgungs- und Chemiekonzern VEBA (heute E.ON²⁰) gegründeten gemeinnützigen Wohnungsunternehmen Veba Wohnen (<http://de.wikipedia.org/wiki/Viterra>), später Veba Immobilien hervorgegangen, das 1998 im Zuge der Verschmelzung mit der Raab Karcher AG in der Viterra AG aufgegangen ist und 2005 von der Deutschen Annington Immobilien Gruppe übernommen wurde. Die Veba Wohnen hatte in den 70er Jahren auch Werkwohnungsunternehmen aus dem Montanbereich übernommen.²¹

Von ihren gemeinnützigen Vorläufern unterschied sich die Viterra AG vor allem durch eine stärkere Gewinnorientierung und ein aktiveres Portfoliomanagement. Die Viterra AG hatte sich schon vor der Übernahme aus einem regionalen, industrieverbundenen Wohnungsvorsorger in ein bundesweit agierendes Wohnimmobilienunternehmen mit den Schwerpunkten Handel und Vermietung verwandelt. In diesem Zusammenhang waren außerhalb des Ruhrgebietes unter anderem die Deutschbau, die WohnBau Rhein-Main (WBRM) und die Frankfurter Siedlungsgesellschaft (FSG) erworben worden. Schon vor dem Verkauf an die DAIG wurden Wohnungen privatisiert, Investitionsbudgets gekürzt und nicht selten auch mangelhafte Betriebskostenabrechnungen verschickt. Außerdem gilt die Viterra als Vorreiter im Hinblick auf die Arbeitsverdichtung in der Wohnungswirtschaft. Auch andere Besonderheiten wie der

¹⁹ DAIG Geschäftsberichte, Börsenprospekt GRAND

²⁰ Aus der Fusion mit der VIAG entstand am 27. September 2000 die E.ON AG. Die VEBA brachte PreussenElektra, Veba Öl und Degussa-Hüls in das gemeinsame Unternehmen ein.

²¹ Im Jahre 1974 erfolgte der Zusammenschluß von Westdeutsche Wohnhäuser AG, Rheinisch-Westfälische Wohnstätten AG, Westfälische Wohnstätten AG und Ruhrwohnungsbau GmbH zur Unternehmensgruppe Wohnstätten. Die Veba Wohnen hat auch Werkwohnungsunternehmen aus der Stahlbranche übernommen. Die abgebenden Unternehmen haben Belegungsrechte behalten. Im Jahre 1998 wurde die Gruppe Nord der Berliner Gesobau an die Veba Wohnen verkauft.

überwiegende Verzicht auf eigene Hausmeister bzw. der Einkauf der Hausmeisterservices bei externen Dienstleistungsanbietern haben ihre Wurzeln in der Viterrazeit. Schließlich sind auch Innovationen auf der Finanzierungsseite wie die Pilotverbriefung HALLAM von der alten Viterra auf den Weg gebracht worden. Die Viterra hat also in mancherlei Hinsicht mit „Innovationen“ eine Pilotfunktion für den unternehmerischen Wandel der Branche wahrgenommen.

Die DAIG hat mit der Viterra ein Wohnungsunternehmen übernommen, das bereits extrem renditeorientiert umorganisiert und jahrelang auf den Verkauf vorbereitet worden war. Die Deutsche Annington ist in mehrfacher Hinsicht als Investor in einen laufenden Transformationsprozeß (z.B. Refinanzierung mittels Verbriefungen) eingestiegen, dies aber in dem Bewußtsein, daß nicht alles einfach so fortgesetzt werden konnte wie in den letzten Jahren vor der Transaktion.

Eigentümer der Unternehmen der DAIG-Gruppe sind über eine Holding verschiedene REPE-Fonds, die von der britischen Private Equity-Gesellschaft Terra Firma (lat. für „festen Boden“) aufgelegt worden sind. Das Fondsmanagement nimmt intensiv Einfluß auf die Unternehmensstrategie der DAIG. Das Engagement der Terra Firma auf dem deutschen Wohnungsmarkt war von optimistischen Zukunftserwartungen im Hinblick auf das wirtschaftliche Potential der übernommenen Wohnungsbestände geprägt, die sich zum Teil nicht erfüllt haben. Das gilt insbesondere für die Einzelprivatisierung von Wohnungen an die Mieter. Abgesehen davon beeinträchtigt die Finanzkrise die Geschäfte der Terra Firma gleich auf mehreren Ebenen.

I.1 Gesellschaftsrechtliche Struktur der Deutschen Annington

Der Wohnungsbestand der DAIG ist Teil einer ebenso dynamischen wie verschachtelten Struktur, die sich aus REPE-Fonds, Zwischenholdings sowie aus vermögensverwaltenden, bestandshaltenden und operativen Tochtergesellschaften zusammensetzt. Innerhalb dieser Konzernstruktur, die sich über vier Länder erstreckt, können funktional unterschieden werden:

- (1) die zentralen und Sub-Holdings zur Abwicklung der Firmenübernahmen,
- (2) die vermögensverwaltenden Gesellschaften (Beteiligungsorganisation),
- (3) die das Eigentum an den Immobilien haltenden Bestandhaltungsgesellschaften, in der Regel in der Rechtsform der GmbH & Co. KG,
- (4) die operativen Servicegesellschaften mit Zuständigkeit für die Verwaltung der Wohnungen und weitere Dienstleistungen,
- (5) die Deutsche Annington Immobilien GmbH als unternehmerisches Entscheidungszentrum
- (6) die Terra Firma Investments, Guernsey als General Partner mit Zuständigkeit für das Akquisitions- und Asset-Management
- (7) die Private Equity-Fonds Terra Firma Deutsche Annington I-V als Kapitalsammelstellen
- (8) die Luxemburger Monterey Holdings als Zwischenholding

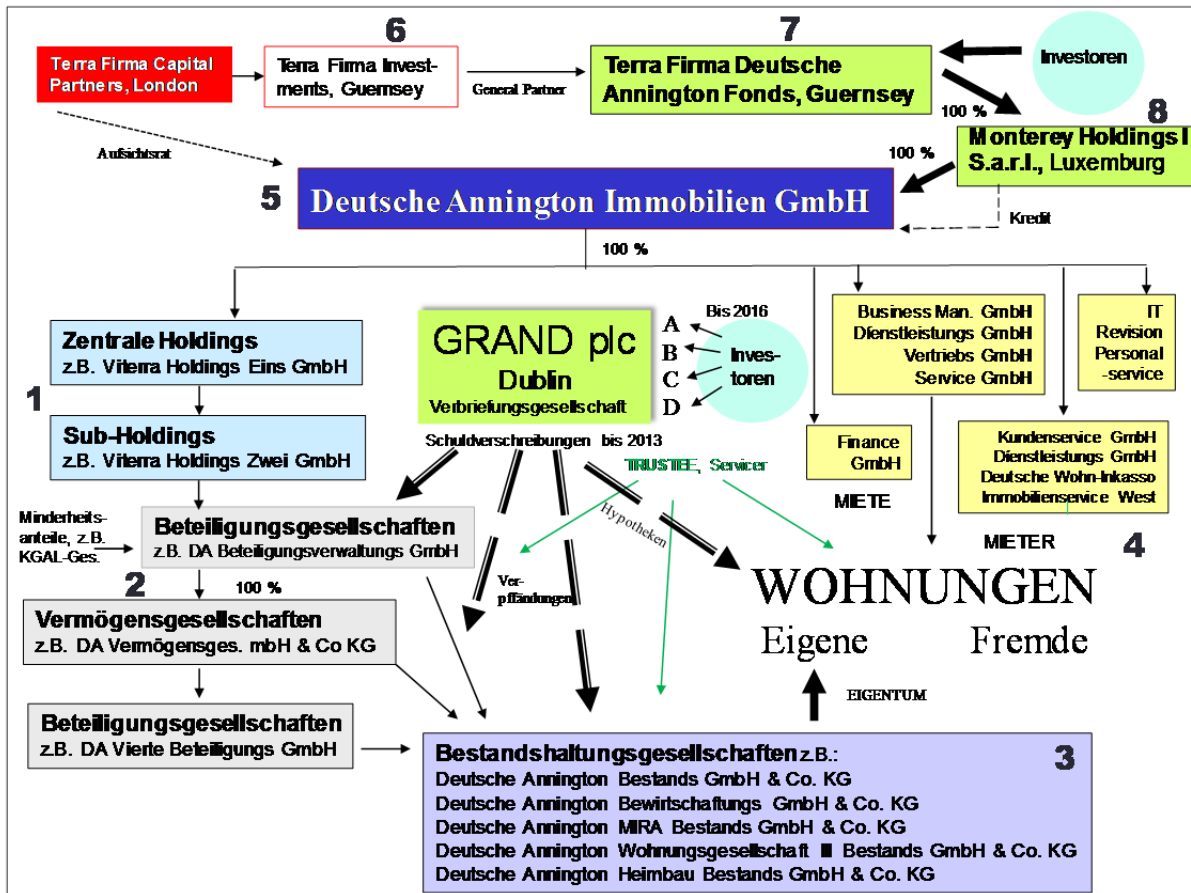


Abbildung B-2: Gesellschaftsrechtliche Struktur der Deutschen Annington

Quelle: Unger 2012, S. 5

Zwischen den einzelnen Gesellschaften der DAIG bestehen vielfältige Vertragsbeziehungen. Dazu zählen neben gesellschaftsrechtlichen Haftungsverpflichtungen unter anderem vertragliche Geschäftsbesorgungs- und Dienstleistungsverpflichtungen, die Bereitstellung von Personal, Gewinnabführungsverträge, interne Verpflichtungen sowie eine konzernübergreifende Bedienung der Großkredite.

Grundlegend für das Verständnis der Struktur ist die Trennung von Immobilieneigentum und Immobilienbewirtschaftung. Das Immobilieneigentum liegt bei den **Bestandhaltungsgesellschaften**. Diese Gesellschaften verfügen über den größten Teil des Eigenkapitals der Gruppe und hier konzentriert sich auch die hypothekarisch besicherte Fremdmittelaufnahme. Über eigenes Personal verfügen diese Gesellschaften aber nicht. Dieses wird vielmehr von den **Servicegesellschaften** zur Verfügung gestellt (früher auch von den Regionalgesellschaften). Hier findet die eigentliche Leistungserbringung statt.

Im Zuge der 2009 durchgeführten Umstrukturierung wurden die Standorte der Regionalgesellschaften aufgelöst. Das Personal und die Leistungserbringung wurden am Standort Bochum konzentriert. Dabei wurde in erheblichem Umfang Personal abgebaut.

Die **übergeordneten Holdings** dienen der Vorbereitung und der organisatorischen Abwicklung der Firmenübernahmen. Sie verfügen in begrenztem Umfang über eigenes Personal. Der unternehmerische Einfluß der Holdings auf die gesamte Plattform ist eng begrenzt. Es handelt sich um Vermögens-Verwaltungsgesellschaften, die weder die strategische, noch die operative Leitung über die Tochtergesellschaften ausüben. Die Leitungsfunktion ist auch nicht bei den **vermögensverwaltenden Gesellschaften** angesiedelt. Diese dienen lediglich der Organisation der Kapitalbeteiligung der Holdings an den Bestandhaltungsgesellschaften. Sie verfügen nicht über eigenes Personal und ihre Kapitalausstattung ist minimal.

Unternehmerisch geführt wird die Deutsche Annington Immobilien Gruppe von der Deutschen Annington Immobilien GmbH mit Sitz in Düsseldorf. Dieser Gesellschaft ist für das strategische und weitgehend auch für das operative Management der Deutsche Annington Immobilien Gruppe verantwortlich. Sie ist das eigentliche Entscheidungszentrum der Gruppe. Vorsitzender der Geschäftsführung ist Wijnand Donkers und der Vorsitz des Aufsichtsrates liegt bei Guy Hands. Die weiteren Mitglieder des siebenköpfigen Aufsichtsrates sind zwei Führungskräfte der ersten Ebene von Terra Firma, drei Unternehmensberater sowie der Chairman der Citigroup Venture Capital, New York. Bei den fünf Mitgliedern des Aufsichtsrates, die ihre Dienstsitze nicht in Deutschland haben, kann eine relativ weite Entfernung vom operativen Geschäft der Gesellschaft und von den Verhältnissen am deutschen Wohnungsmarkt angenommen werden.

Das Entscheidungszentrum ist die Geschäftsführung der Deutschen Annington Immobilien GmbH. Die wesentlichen gestaltenden Entscheidungen sind bei ihr angesiedelt. Bestimmte Geschäfte bedürfen allerdings der Zustimmung durch den Aufsichtsrat. Die Überwachung der laufenden Geschäftstätigkeit durch Terra Firma geht im großen und ganzen nicht über die üblichen Reports und die Rechenschaft gegenüber dem Aufsichtsrat hinaus. Dies ist nicht zuletzt Wijnand Donkers zu verdanken, der nach inzwischen 5-jähriger Tätigkeit als Geschäftsführer das besondere Vertrauen von Terra Firma besitzt.

Eine wichtige Schnittstelle im Hinblick auf Transaktionen ist das „Finance Committee“. Dort wird u.a. geprüft, ob die geplanten Transaktionen von den zuständigen Stellen genehmigt worden sind und ob die vereinbarten Rechenmodelle eingesetzt und korrekt angewendet wurden.

Das Stammkapital der Deutschen Annington Immobilien GmbH in Höhe von 75.000 € wird zu 100 Prozent von der Monterey Holdings I S.a.r.l.²², Luxemburg, gehalten. Diese Zwischenholding verfügte im April 2009 über ein gezeichnetes Kapital in Höhe von 9,1 Mio. Euro²³, das im wesentlichen von fünf von der Terra Firma initiierten Private-Equity Fonds mit Sitz in Guernsey gehalten wird. Diese Fonds werden von Terra Firma Investments (DA) Limited bzw. Terra Firma Investments (DA) II Limited als General Partner vertreten. Dabei

²² Register-Nr. B 109.057, 41, Adresse: Boulevard du Prince Henri, L-1724 Luxembourg.

²³ MEMORIAL Amtsblatt des Großherzogtums Luxemburg, 15. Juni 2009. Monterey Holdings I S.à.r.l., Société à responsabilité limitée.

handelt es sich um Tochtergesellschaften der Terra Firma Capital Partners Ltd. in London. Investiert sind in diese Fonds überwiegend langfristig orientierte Investoren wie z.B. Pensionsfonds, Staatsfonds oder große Versicherungen und Banken.

Nach Mitteilung der DAIG vom 02.03.2012 hat sich die Deutsche Annington Immobilien GmbH in eine Aktiengesellschaft umgewandelt. Der offizielle Name des Unternehmens lautet nun „Deutsche Annington Immobilien AG“. Das Stammkapital beträgt 120.000 Euro. Damit wurde eine weitere Voraussetzung für einen späteren Börsengang geschaffen und der Verkauf von Unternehmensanteilen ebenso vereinfacht wie spätere Kapitalerhöhungen.

Das Fondsmanagement nimmt intensiv Einfluß auf die Unternehmensstrategie der Deutschen Annington Immobilien GmbH und damit der gesamten Gruppe. Das ist ein wesentlicher Unterschied im Vergleich zu einer Publikums-Aktiengesellschaft, deren Anteile breit unter den Anlegern gestreut sind. Das Verhältnis der Terra Firma zu den einzelnen Beteiligungsunternehmen ist durch einen großen Abstand von den operativen Geschäften gekennzeichnet. Innerhalb der Private Equity-Gesellschaft Terra Firma übt der ehemalige Investmentbanker Guy Hands als Gründer, Chairman und Chief Investment Officer einen bestimmenden Einfluß vor allem bei Akquisitionsentscheidungen aus.

I.2 Veränderungen der gesellschaftsrechtlichen Struktur durch „Clear Water“

Unter der Bezeichnung „Clear Water“ startete die Deutsche Annington Immobilien Gruppe im Jahr 2008 ein umfassendes Projekt zur Reorganisation der Geschäftsabläufe, das mit Veränderungen in der Organisationsstruktur der operativen Gesellschaften einherging. Die Umsetzung erfolgte zum 1.7.2009.

Die Verwaltung des bundesweiten Immobilienbestandes der Deutsche Annington Immobilien Gruppe ging von den bis dahin verantwortlichen Regional- und Servicegesellschaften auf vier neu gegründete 100-prozentige Tochtergesellschaften der Deutsche Annington Immobilien GmbH über: die Deutsche Annington Business Management GmbH, deren Dienstleister Deutsche Annington Kundenservice GmbH, die Deutsche Annington Dienstleistungs GmbH sowie die Deutsche Annington Vertriebs GmbH. Die Verträge der Objektgesellschaften über zentralisierte Dienstleistungen mit der Deutsche Annington Verwaltungs GmbH und Deutsche Annington Service GmbH wurden auf die Deutsche Annington Business Management GmbH übertragen. Die entsprechenden Aufgaben der früheren Regional- und Servicegesellschaften und die zugeordneten Beschäftigten wurden auf die vier neuen Töchter übertragen.

Hauptaufgabe der Deutschen Annington Business Management GmbH²⁴ ist das „wertsteigernde Portfoliomanagement des Grundbesitzes der bestandshaltenden Gesellschaften“, bzw. „die Erbringung und Vermittlung von Dienstleistungen auf dem Gebiet des Portfoliomanage-

²⁴ Amtsgericht Bochum Aktenzeichen: HRB 12061, Neueintragung 16.03.2009.

ments für die Gesellschaften der Deutsche Annington Immobilien Gruppe“. Dafür erhält die Gesellschaft ein vertraglich vereinbartes Entgelt. Sie kann „gegenüber den Gesellschaften der Deutsche Annington-Gruppe alle Dienstleistungen auf den Gebieten des Portfoliomanagements erbringen, insbesondere die Investment- und Desinvestmentstrategie entwickeln, Richtlinien für Instandhaltung, Modernisierung, Neubau und Mietanpassungen entwickeln und überwachen sowie weitere Grundleistungen der Immobilienwirtschaft, insbesondere auf den Gebieten der Liegenschaftsverwaltung, Controlling und Rechnungswesen erbringen und / oder vermitteln.“ Für zentralisierte Verwaltungsaufgaben nutzt die Deutsche Annington Business Management GmbH über einen Geschäftsbesorgungsvertrag die Deutsche Annington Immobilien GmbH, mit der zugleich ein Gewinnabführungsvertrag besteht. Im Geschäftsjahr 2010 waren durchschnittlich 57 Mitarbeiter bei der Gesellschaft beschäftigt.

Die Deutsche Annington Kundenservice GmbH übernimmt für die Deutsche Annington Business Management GmbH die „Anbahnung, Durchführung und Abwicklung von Verträgen über die Nutzung und den Erwerb von Immobilien einschließlich des Beschwerdemanagements unter Einsatz von Telekommunikationsmedien“. In dieser Gesellschaft sind also die Aufgaben der Hotline gebündelt. Sie ist der Hauptansprechpartner der Mieter und dabei direkt dem Portfoliomanagement untergeordnet. Im Geschäftsjahr 2010 waren durchschnittlich 155 Mitarbeiter in der Gesellschaft beschäftigt. Hinzu kamen Mitarbeiter von anderen Tochtergesellschaften im Rahmen von Personalgestellung.

Die Haupttätigkeit der Deutsche Annington Dienstleistungs GmbH besteht in der „Erbringung von Dienstleistungen für alle Kunden der Deutsche Annington Immobilien Gruppe. Hierzu zählen insbesondere das Vertragsmanagement, das Forderungsmanagement einschließlich Erstellung von Mietabrechnungen aller Art sowie die Erbringung und Vermittlung von kaufmännischen und technischen Serviceleistungen.“ Im Geschäftsjahr 2010 waren durchschnittlich 221 Mitarbeiter bei dieser Gesellschaft beschäftigt, deren Umsatzerlöse hauptsächlich aus Betriebsführungsentgelten stammen. Im Jahr 2010 wurden 2,1 Mio. € Gewinne an die Muttergesellschaft abgeführt.

Die Aufgabe der Deutsche Annington Vertriebs GmbH²⁵ ist insbesondere die „technische und kaufmännische Vermietungs- und Verkaufsvorbereitung“, sowie „die Umwandlung von Mietwohnungen in Eigentumswohnungen“. Im Jahr 2010 waren durchschnittlich 70 Mitarbeiter für die Gesellschaft tätig. Für die Vermietung und den Verkauf von Wohnungen der bestandshaltenden Gesellschaften der Deutsche Annington Immobilien Gruppe erhält die Gesellschaft ein vertraglich vereinbartes Entgelt. Mit Vertriebsaufgaben wurden aber auch externe Anbieter betraut. Mit dem alleinigen Gesellschafter Deutsche Annington Immobilien GmbH besteht ein Gewinnabführungsvertrag.

An den Eigentumsverhältnissen hat sich durch diese Organisationsveränderungen nichts geändert.

²⁵ Amtsgericht Bochum Aktenzeichen: HRB 12081, Neueintragung 24.03.2009.

Die folgenden zentralen Dienstleistungsgesellschaften waren 2010 weiterhin tätig:

- Deutsche Annington Finance GmbH mit der Zuständigkeit für das konzerninterne Cash-Pooling der 31 in die „GRAND“-Verbriefung einbezogenen Tochtergesellschaften. Die Deutsche Annington Finance GmbH leistet zentral die jeweils fälligen Zins- und Tilgungszahlungen. Sie ist Bestandteil der GRAND-Verträge.
- Deutsche Annington Service GmbH mit der Zuständigkeit für die Verwaltung von Wohnungs- und Teileigentum sowie Sondereigentum. 2010 waren für diese Gesellschaft jahresdurchschnittlich 96 Mitarbeiter tätig.
- Deutsche Annington Informationssysteme GmbH mit der Zuständigkeit für IT-Dienstleistungen und 47 Mitarbeitern.
- Deutsche Annington Revisionsgesellschaft mbH, Düsseldorf mit der Zuständigkeit für die Prüfung von Handelsbüchern und Jahresabschlüssen sowie für die Einrichtung und Überwachung von Buchhaltungen.

Weitere Neugründungen kündigen eine strategische Neuorientierung an:

- Deutsche Annington Regenerative Energien GmbH: ein regenerativer Energieerzeuger
- Deutsche Annington Energie Service GmbH: eine Energiehandelsgesellschaft, die bereits beim Eigenankauf von Gas tätig geworden ist
- Deutsche Annington Solutions GmbH: ein Baubetreuer
- Deutsche Annington Personalservice GmbH²⁶: ein Verleiher von Arbeitskräften
- Deutsche Annington Immobilienmanagement GmbH²⁷: ein Bauträger

Ende 2011 stellt sich die DAIG mit ihrer Organisationstruktur als ein Konzern dar, der nicht mehr, wie in den Jahren zuvor, durch Verkauf von Nebengeschäften (z.B. Bauträgergeschäft), Konzentration auf das Kerngeschäft und Outsourcing von Vermieterleistungen an Dritte die Produktivität zu steigern sucht. Offenbar sollen jetzt mit der Neugründung von Unternehmen zusätzliche Ertragspotentiale erschlossen werden.

Auf die Struktur des Eigentums an den Immobilien hat dies alles keinen Einfluß. Mit einer Änderung der Struktur auf der Ebene der Objektgesellschaften und ihrer Beteiligungsorganisation kann im Zuge der geplanten Umstrukturierung der Finanzierung gerechnet werden.

I.3 Wohnungsbestand der Deutschen Annington

Der Konzern DAIG besaß über seine bestandshaltenden Töchter Ende 2011 bundesweit 186.530 eigene Wohnungen. Dieser große Wohnungsbestand wurde innerhalb von nur zehn Jahren ohne jeden Neubau allein mit Hilfe von Zukäufen aufgebaut. Die Bestandsstruktur der

²⁶ Amtsgericht Bochum Aktenzeichen: HRB 13360, Neueintragung 02.05.2011.

²⁷ Amtsgericht Bochum Aktenzeichen: HRB 13697 Neueintragung 14.12.2011.

DAIG wird mithin wesentlich von der teilweise langen Vorgeschichte der übernommenen Wohnungsunternehmen geprägt. Zum Teil wurden auch kaufvertragliche Vereinbarungen getroffen, die die Verwertung der Immobilien beschränken.

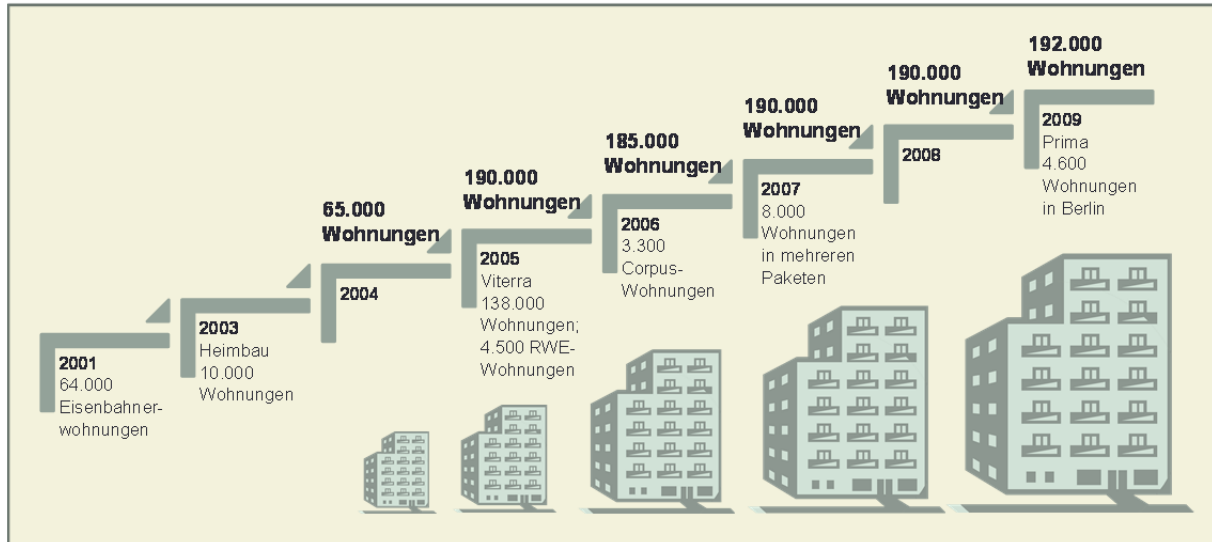


Abbildung B-3: Entwicklung des Wohnungsbestandes der Deutschen Annington 2001-2009

Die Wohnungen der DAIG stammen im Wesentlichen aus folgenden Transaktionen:

2001: Schaffung der Plattform mit dem Erwerb von 10 Eisenbahngesellschaften des Bundes mit 63.626 Wohnungen

2003: Kauf der Heimbau AG, Kiel, mit 10.025 Wohnungen in Schleswig-Holstein und im Großraum Hamburg

2005: Erwerb der Wohnungsgesellschaften der Viterra AG von E.ON mit 138.000 Wohnungen, Kauf von ca. 4.500 Wohnungen der RWE in Essen und Köln

2006: Kauf von 748 Wohnungen in Leverkusen und 940 weiteren Wohnungen in NRW und 1.623 in Frankfurt und im Rheinland von der Corpus Immobiliengruppe

2007: Erwerb von weiteren 8.000 Wohnungen in mehreren kleineren Paketen, darunter 1.164 Wohnungen von Corpus in Düsseldorf

2009: Ankauf von Mehrheitsanteilen an der Prima Wohnbauten – Privatisierungs-Management GmbH (vorher IMW AG): 4.566 Wohnungen in Berlin-Lichtenberg.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Anzahl WE am 31.12.	64.966	189.886	185.438	190.221	189.218	191.952	189.664	186.530
Wohnfläche m ²	4.291.148	12.152.704	11.868.032	12.198.358	12.121.278	12.285.570	12.126.407	11.917.630
m ² Wohnfläche / WE	66,05	64,00	64,00	64,13	64,06	64,00	63,94	63,91
Leerstandsquote %	k.A.	6,3	5,7	4,2	3,9	5,9	5,1	4,3
Durchschnittl. Netto-Miete € / Monat und m ²	k.A.	k.A.	4,67	4,78	4,91	5,00	5,06	5,15

Tabelle B-1: Entwicklung des Wohnungsbestands des DAIG-Konzerns 2004-2011

Aus den Daten der Großverbriefung GRAND lassen sich Aussagen zur Struktur des Portfolios ableiten. Bei der Deutschen Annington überwiegen kleine Gebäudegrößen. Über 78 Prozent der mit GRAND verbrieften Wohngebäude haben nicht mehr als 6 Wohnungen und fast die Hälfte der Gebäude weist höchstens 4 Wohneinheiten auf. Ein Drittel des übrigen GRAND-Bestandes besteht aus Gebäuden mit 3 oder weniger Wohnungen. Es waren vor allem diese kleinen Mehrfamilienhäuser, die sich aus Sicht der Viterra und ihrer Nachfolger für die Einzelprivatisierung eignen.²⁸

Im Hinblick auf die Altersstruktur des Bestandes kann man feststellen, daß die Mehrzahl der Wohnungen in den 50er und 60er Jahren errichtet wurde. 94 Prozent aller in GRAND verbrieften Wohnungen wurden bis Ende der 80er Jahre fertiggestellt. 83 Prozent der Wohnungen aus diesem Portfolio sind älter als 40 Jahre und damit häufig erneuerungsbedürftig.

I.3.1 Verteilung der Wohnungsbestände

Die Wohnungsbestände der DAIG sind über das gesamte Bundesgebiet verteilt, jedoch besteht ein deutlicher Schwerpunkt in NRW. Markante regionale Differenzen bei den Mieten, den Leerstandsquoten und den Verkaufszahlen weisen nicht nur auf die unterschiedlichen Marktbedingungen hin, sondern auch auf eine unterschiedliche Qualität der Bestände sowie auf unterschiedliche Mieterstrukturen.

²⁸ Das im Ruhrgebiet stark vertretene MIRA-Portfolio besteht vor allem aus kleinen Mehrfamilienhäusern. Es setzt sich zu 69 Prozent aus Gebäuden mit 4 bis 6 Wohneinheiten zusammen. Noch kleinere Wohngebäude sind in diesem Teilportfolio selten.

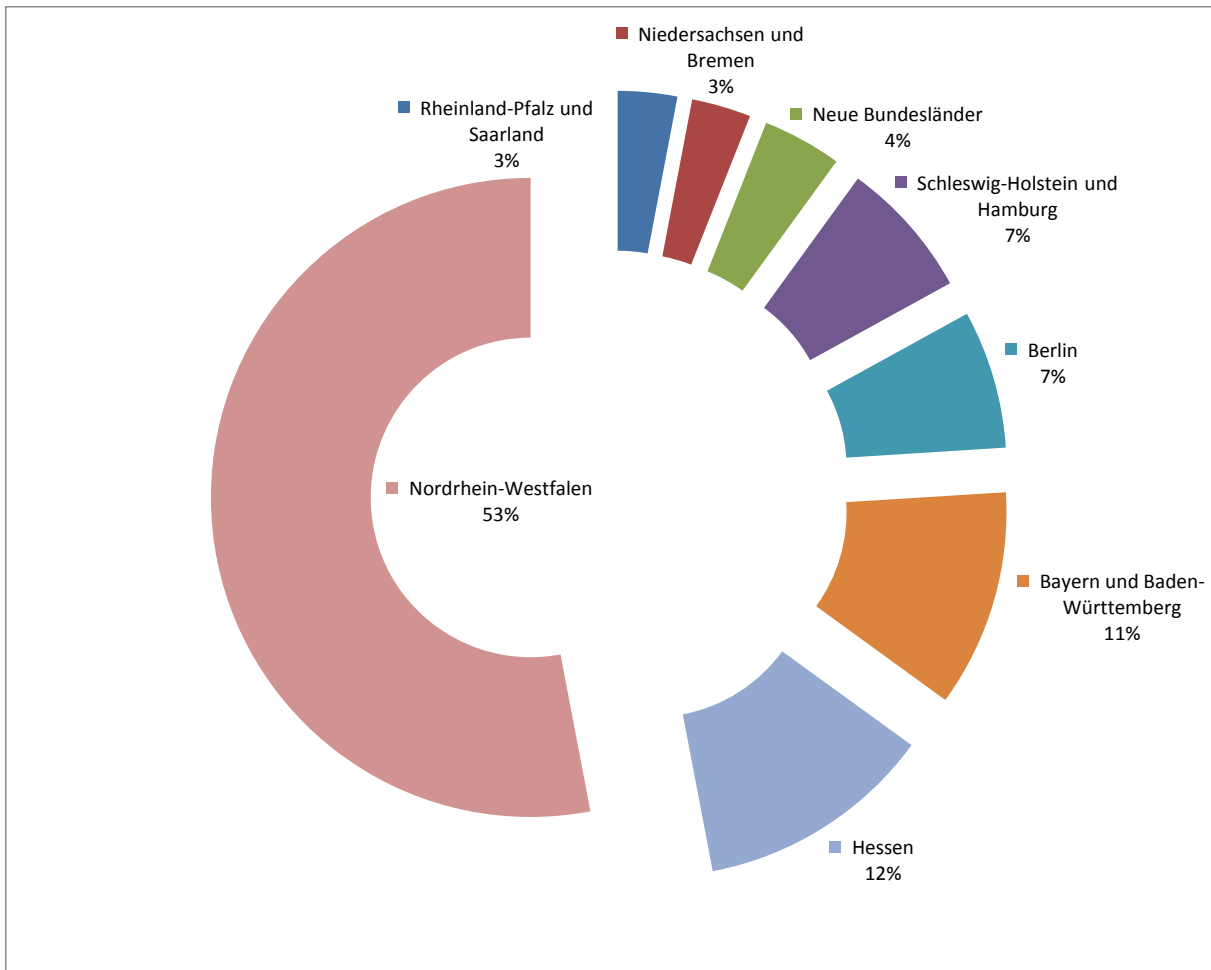


Abbildung B-4: Struktur des Wohnungsbestands der Deutschen Annington nach Bundesländern

Quelle: Geschäftsbericht 2011

99.002 Wohneinheiten, das sind 53 Prozent aller Wohnungen der DAIG, liegen in NRW. Allein die beiden Ruhrgebietsgesellschaften Ruhr und Westfalen verfügten 2008 über mehr als 80.000 Wohneinheiten, das waren mehr als 40 Prozent des gesamten Wohnungsbestandes der DAIG.

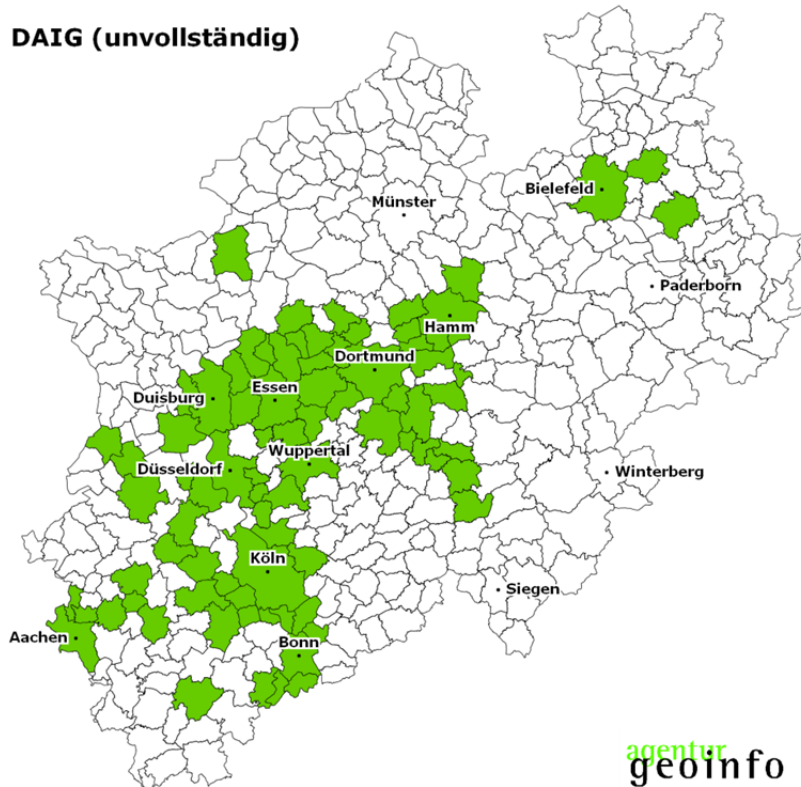


Abbildung B-5: Bestandsverteilung der Deutschen Annington in NRW

Die Verkehrswerte der Wohnungen in NRW haben verglichen mit ihrem Anteil von 53 Prozent an allen Wohneinheiten der DAIG einen um 6 Prozentpunkte geringeren Anteil am Gesamtwert des Annington-Portfolios. Die Wohnungen in NRW werden im Durchschnitt nur mit knapp 90 Prozent des konzernweiten Durchschnittswertes bewertet. Hinter diesen Abweichungen verbergen sich noch viel größere Unterschiede im Detail.

NRW als Kerngebiet des Annington-Bestandes ist heute durchaus von markant unterschiedlich verfaßten regionalen Wohnungsmärkten geprägt. Der Schwerpunkt der Wohnungsbestände der Annington liegt in Städten und Stadtteilen die geprägt sind von:

- nicht geglücktem oder nicht abgeschlossenem Strukturwandel,
- Folgeproblemen des Großsiedlungsbaus,
- stagnierender oder negativer Bevölkerungsentwicklung,
- relativ hoher Arbeitslosigkeit,
- oder besonderem sozialem bzw. städtebaulichem Handlungsbedarf.

Dortmund weist mit 17.951 Wohnungen den mit Abstand größten DAIG-Bestand auf. Essen, Frankfurt und Berlin liegen in der Größenordnung von 9.000 bis 11.000 Wohnungen. Stark vertreten ist die DAIG auch in Gelsenkirchen und Bochum. 68,7 Prozent des NRW-Bestandes der DAIG liegen in insgesamt 21 Ruhrgebietsstädten. Auch kleinere Ruhrgebietsstädte wie

Gladbeck oder Bottrop weisen große DAIG-Bestände auf. Damit hat die DAIG einen erheblichen Einfluß auf die lokalen Wohnungsmärkte. Aachen sowie die drei rheinischen Großstädte gehören ebenfalls zu den Städten mit über 2.000 Annington-Wohnungen.

Das heißt für die Wohnungspolitik des Landes: Das Ruhrgebiet ist eindeutig auch weiterhin der Schwerpunkt der Annington-Bestände. Das Wohl ganzer Stadtteile hängt von den Handlungen oder Unterlassungen dieses Unternehmens ab. Der Wohnungsbestand als solcher ist stark vom Werkswohnungsbau im rheinisch-westfälischen Industriegebiet geprägt. Dazu zählen heute viele Wohnungen und Siedlungen mit baulichen Qualitätsdefiziten und einem hohen Erneuerungsbedarf in einem nicht besonders lukrativ erscheinenden Marktumfeld.

Bei den durchschnittlichen Wohnungsgrößen zeigen sich deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen regionalen Portfolios. Die Wohnungen im Ruhrgebiet sind deutlich kleiner als der DAIG-Durchschnitt. Mit dem Viterra-Kauf wurden viele ehemalige Werkswohnungen kleineren Zuschnitts erworben.

Bei den Mieterprivatisierungen läßt sich eine Schwerpunktbildung im Bereich der ehemaligen Bahnwohnungen erkennen. Dagegen eignen sich die ehemaligen Viterra-Bestände im Ruhrgebiet offenbar weniger für die Einzelprivatisierung.

Signifikante Unterschiede zeigen sich auch bei den durchschnittlichen Quadratmetermieten der Regionalgesellschaften. Die höchsten Mieten werden in Wiesbaden und Frankfurt erzielt, die niedrigsten in Gelsenkirchen, Kassel und Dortmund.

I.3.2 Bestandspflege und -modernisierung

Der bundesweit gestreute Wohnungsbesitz der DAIG-Gesellschaften weist erhebliche Unterschiede im Hinblick auf Qualität, Instandhaltungsstand, Miethöhe, Leerstand und Verkehrswerte auf. Der Bestand besteht überwiegend aus mehrgeschossigen Wohnanlagen. Hinzu kommen kleinere Mehrfamilien- und Arbeiterhäuser aus der Vorkriegszeit. Die Wohnungen wurden größtenteils vor Ende der 70er Jahre fertiggestellt. Sowohl der ältere Werkswohnungsbau als auch der soziale Wohnungsbau der Nachkriegszeit waren von kostensparenden Bauweisen geprägt. Die Wohnungsgrößen und die Zuschnitte der Wohnungen genügen daher heutigen Ansprüchen in vielen Fällen nicht mehr.

Auch bei der Gestaltung von Zugängen und persönlichen Freiräumen gab es von vornherein Defizite und bis in die 60er Jahre fehlten Balkone, die heute für die gute Vermietbarkeit an Mietermärkten als unverzichtbar gelten. Die Stärken liegen bei den in der Wiederaufbauzeit errichteten Wohnsiedlungen in einer oft üppigen Ausstattung mit öffentlichem Grün, zum Teil auch mit individuellen Mietergärten.

In den späten 70er Jahren – also noch zu Zeiten der Wohnungsgemeinnützigkeit – setzte ein Modernisierungsschub ein, im Zuge dessen ein großer Teil der älteren Wohnungen vor allem mit Bädern, Heizungen und Isolierfenstern ausgestattet wurde. Nur ein Teil der Objekte wurde später mit einer Wärmedämmung versehen. Die Entstehung von Schwarzsimmel als Folge von Kondensfeuchteschäden an schlecht gedämmten Bauteilen ist ein verbreitetes Pro-

blem, das schon für viel Konfliktstoff sorgte. Obwohl die Modernisierungen in den letzten Jahren in gewissem Umfang mit bestimmten räumlichen und sachlichen Schwerpunkten (energetische Modernisierung) wiederaufgenommen wurden, dürfte der Instandsetzungs-, Modernisierungs- und Umbaubedarf in den Beständen immer noch beachtlich sein. An vielen Standorten findet man vernachlässigte Annington-Gebäude, bei denen sich unterlassene Instandhaltungen zu einem Instandhaltungsstau aufgebaut haben. In den in NRW belegenen Beständen gab es bereits vor der Viterra-Transaktion einen Instandhaltungsstau, der nicht mit Investitionen am unteren Rand des Branchenüblichen abzubauen sein dürfte.

Es kommt hinzu, daß erhebliche Teile des Wohnungsbestandes der Deutschen Annington sich in benachteiligten Quartieren befinden, wo über den baulichen Erneuerungsbedarf hinausgehende Handlungserfordernisse in den Bereichen soziale Infrastruktur und Quartiersmanagement bestehen. Die Belegungsstruktur wird bis heute von der ursprünglichen Zweckbindung der Wohnungen geprägt. Allerdings geht der Anteil der älteren, im Arbeitermilieu verankerten Bewohnergeneration an der gesamten Mieterschaft seit längerer Zeit ständig zurück. An ihre Stelle treten nicht selten Arbeiterhaushalte mit Migrationshintergrund oder unterdurchschnittlichen Einkommen. Erwerbslose und Menschen in prekären Beschäftigungsverhältnissen sind ebenfalls überrepräsentiert.

Die nachstehende Tabelle zeigt die Entwicklung der Bestandsinvestitionen der DAIG seit 2006.

Deutsche Annington

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Laufende Instandhaltung Mio. €	134,90	119,90	118,00	122,90	125,50	128,80
Aktivierte Modernisierungskosten Mio. €	1,70	9,20	66,60	32,50	46,30	63,10
Instandhaltung und Modernisierung Mio. €	136,60	129,10	184,60	155,40	171,80	191,90
Wohnfläche in m ²	k.A.	12.198.358	12.121.278	12.285.570	12.126.407	11.917.630
Wohneinheiten	185.438	190.221	189.218	191.952	189.664	186.530
Anlagevermögen Mio. €	6.908,60	7.870,60	7.780,20	8.434,60	8.436,70	9.893,80
Instandhaltung je m ² und Jahr €	11,37	9,83	9,74	10,00	10,35	10,81
Instandhaltung in Prozent des Anlagevermögens	1,95	1,52	1,52	1,46	1,49	1,30
Modernisierung in Prozent des Anlagevermögens	0,03	0,12	0,86	0,39	0,55	0,64
Durchschnittsmiete pro m ²	4,67	4,78	4,91	5,00	5,06	5,15
Nettokaltmieten Mio. €	670,10	681,40	711,10	716,00	723,70	730,70
Instandhaltung und Modernisierung € pro m ²	12,12	10,58	15,23	12,65	14,17	16,10
Instandhaltung und Modernisierung in Prozent des Anlagevermögens	1,98	1,64	2,37	1,84	2,04	1,94

Tabelle B-2: Instandhaltung und Modernisierung DAIG 2006 – 2011

Quelle: Geschäftsberichte

Die Entwicklung der aufwandswirksamen jährlichen Instandhaltungskosten war bei der Deutschen Annington seit dem Geschäftsjahr 2007 recht stetig. Das gilt auch, wenn man die dafür getätigten Aufwendungen auf die Wohnfläche oder das Anlagevermögen bezieht. Das Niveau bewegte sich zwischen 2007 und 2011 um die 10 Euro pro m² und Jahr und damit ein Stück weit unter der branchenüblichen Benchmark, die bei etwa 12,00 Euro liegt. Gegenüber den Instandhaltungsaufwendungen pro Quadratmeter Wohnfläche der Geschäftsjahre 2004-2006 (14,63, 12,80 und 11,37 Euro) ergibt sich allerdings ein deutlicher Rückgang.

Im Jahr 2011 sind die Ausgaben für Modernisierung und Instandhaltung deutlich auf ein Niveau von 192 Millionen Euro gestiegen. Dies entspricht 16 € pro Quadratmeter vermieteter Wohnfläche. Die Finanzierung erfolgte allein aus eigenen Mitteln.

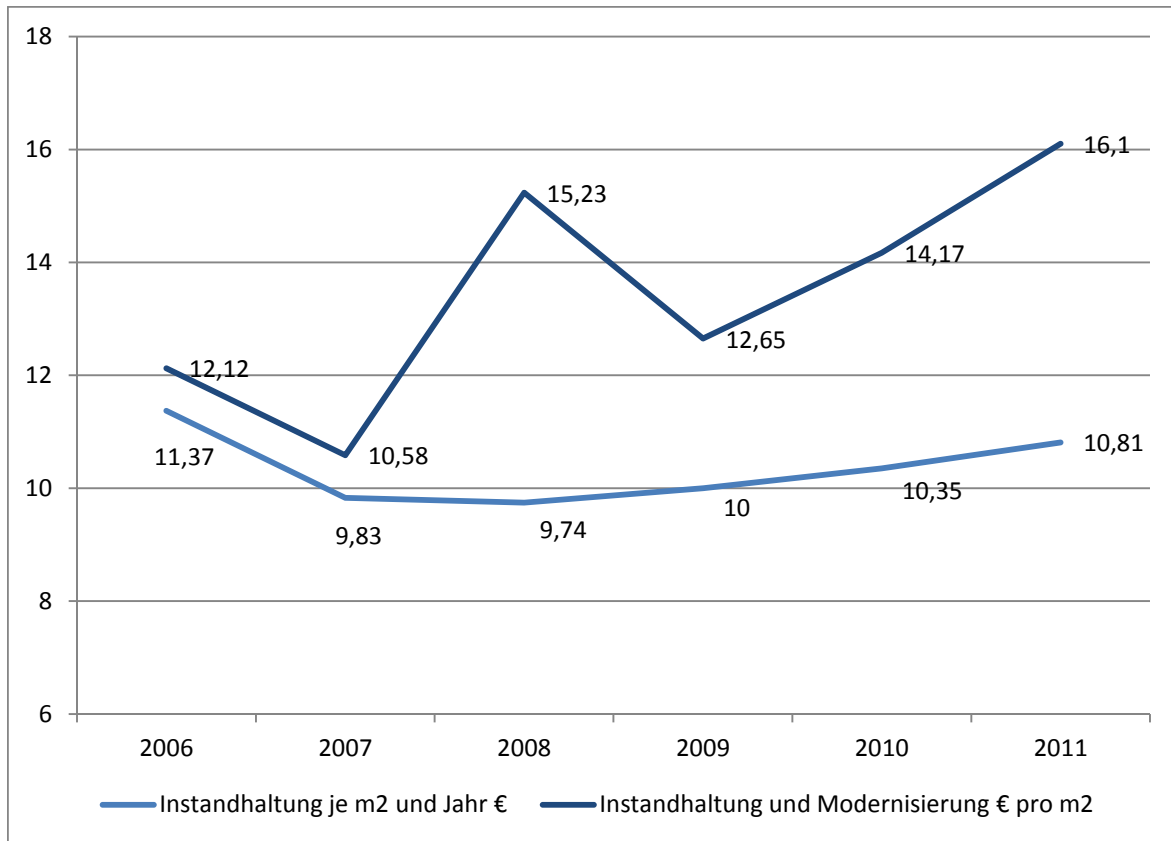


Abbildung B-6: Instandhaltung und Modernisierung bei der Deutschen Annington

Quellen: Geschäftsberichte

Daß es trotz dieser aufwärts gerichteten Tendenz einen gewissen Instandhaltungsstau im Bestand der Deutschen Annington gibt, wird von Vertretern des Unternehmens nicht bestritten. Der Instandhaltungsstau werde aber schrittweise angegangen. Er habe sich über lange Zeiträume aufgebaut und könne nicht kurzfristig beseitigt werden. Allerdings gelten auch für Instandsetzungsmaßnahmen Wirtschaftlichkeitsanforderungen.

Die aktivierten Modernisierungskosten haben seit 2006 deutlich zugenommen, wenn auch unter Schwankungen. Alles in allem bewegen sich die Ausgaben der DAIG für Instandhaltung und Modernisierung um die 2 Prozent des Anlagevermögens. Das dürfte sich an der unteren Grenze dessen bewegen, was für eine Bewahrung der Bestandsqualität nötig wäre. Im Vergleich mit der Gagfah hebt sich die Deutsche Annington hier aber positiv ab. Die Instandhaltungen lagen bei der Gagfah im Jahr 2010 auf die Fläche bezogen unter dem für die Annington errechneten Wert und Modernisierungen haben praktisch nicht stattgefunden. Ein direkter Vergleich solcher Kennzahlen ist allerdings wegen des unterschiedlichen Bauzustandes der Wohnungsbestände nur eingeschränkt möglich.

Vergleicht man die zum Teil verfügbaren Daten einzelner DAIG-Bestandhaltungsgesellschaften über längere Zeiträume hinweg, so zeigen sich Unterschiede. Es läßt sich eine Tendenz hin zur räumlichen und zeitlichen Konzentration umfassender Modernisierungsmaßnahmen erkennen.

Aus der freilich nur in Umrissen bekannten räumlichen Verteilung der Mittel für *Modernisierungsinvestitionen* läßt sich die vorläufige These ableiten, daß die Mittel unter strengen Wirtschaftlichkeitsanforderungen insbesondere dorthin gelenkt werden, wo die Modernisierungsumlage voll ausgeschöpft werden kann und wo für die absehbare Zukunft zumindest eine stabile, besser noch eine ansteigende Entwicklung von Kaufkraft und Haushaltszahlen erwartet wird. Ein derartiger Investitionsansatz müßte über längere Zeiträume hinweg zu einer Ausdifferenzierung der Bestandsqualitäten führen.

Die Verteilung der Mittel für *aufwandswirksame Instandhaltungs- und Instandsetzungsmaßnahmen* erfolgt nach den vorliegenden Erkenntnissen mit geringerer räumlicher Differenzierung als die der Mittel für Modernisierungsinvestitionen. Auffällig ist, daß die in NRW tätigen Annington-Gesellschaften keineswegs durchgehend weniger in die Instandhaltung und -setzung einer Wohnung investieren als die DAIG im Bundesdurchschnitt. Die Wohnungsgesellschaften I und III, die FSG, aber auch die große „Deutsche Annington Bestands GmbH & Co. KG“ liegen sehr deutlich über den durchschnittlichen Aufwendungen des DAIG-Konzerns, sowohl in Bezug auf die einzelne Wohnung als auch in Bezug auf die geschätzten Wohnflächen.²⁹ Es kann also nicht die Rede davon sein, daß die in NRW tätigen Annington-Gesellschaften grundsätzlich bei der Instandsetzung vernachlässigt würden.

Bei den betrachteten in NRW tätigen Gesellschaften wurde außerdem ein Trend zu Steigerung der Aufwendungen festgestellt. Die Hypothese, daß die DAIG ihre Wohnungsbestände in NRW gezielt vernachlässigt, konnte also nicht bestätigt werden. Ob die Investitionen in die Bestände aber tatsächlich ausreichen, ist eine andere Frage. Quartiere mit sozialen Problemen und baulichem Erneuerungsbedarf sind für ihre weitere Entwicklung auf eine Aktivierung durch Investitionen in das Wohnumfeld, die Bausubstanz und die sozialen Strukturen angewiesen.

Nicht belegt werden konnte außerdem die Hypothese, daß es im Zusammenhang mit zukünftigen Verkaufsplänen bewußt zu einer weiteren qualitätsmäßigen Ausdifferenzierung der Teilportfolien kommt. Allerdings waren die Portfolien bereits beim Ankauf „ausdifferenziert“. Es ist zumindest auf der Objektgesellschaften-Ebene in NRW aber nicht erkennbar, daß die DAIG in den letzten Jahren die weitere Ausdifferenzierung besonders gefördert hätte. Sie hat ihr aber auch nicht systematisch entgegengewirkt.

Speziell im Ruhrgebiet stellt sich das Investitionsverhalten der Deutschen Annington so dar, daß die Bestände im Hinblick auf die aufwandswirksamen Instandhaltungskosten nicht gegenüber dem Konzerndurchschnitt zurückfallen, daß aber auf der anderen Seite auch kaum Modernisierungen im mietrechtlichen Sinne stattfinden. Die Bestandspflege scheint hier also eher passiver Natur zu sein. Sie wirkt insoweit einer schleichenden qualitätsmäßigen Ausdifferenzierung der Bestände auch nicht entgegen. Eine Verschlechterung der Qualität des Wohnungsbestandes kann aber gerade in Quartieren, die von einem hohen Anteil an Transferlei-

²⁹ Die beiden MIRA-Gesellschaften weisen dagegen gemessen am gesamten DAIG-Bestand stark unterdurchschnittliche Aufwendungen im Durchschnitt der Jahre 2007-2010 auf.

stungsempfängern und einseitigen Belegungsstrukturen geprägt sind, zu einer Beschleunigung vorhandener Segregationstendenzen führen.

Es besteht allerdings Hoffnung, daß nach der Lösung des Refinanzierungsproblems die Modernisierungsinvestitionen gesteigert werden können. Zur Zeit werden Modernisierungen bei der Deutschen Annington allein aus Eigenmitteln finanziert, so daß sich ein gewisser Stau an verpaßten Modernisierungsgelegenheiten aufgebaut hat. Der Grund dafür ist die Großverbriefung GRAND. Die entsprechenden Verträge verbieten weitere Belastungen der Objekte oder sie zwingen neue Gläubiger in eine unvorteilhafte Nachrangposition.

Das Beispiel der Deutschen Annington zeigt, daß Wohnungsunternehmen unter der Kontrolle von Finanzinvestoren bei der Bestandspflege im Zweifel selektiv vorgehen und dazu neigen, die begrenzten Investitionsmittel in stabile Quartiere und wirtschaftlich prosperierende Räume zu lenken. Diese Feststellung trifft bei der DAIG auf die aktivierten Modernisierungskosten zu, weniger aber auf die räumliche Verteilung der Mittel für die laufende Instandhaltung.

I.4 Terra Firma als General Partner

Die Deutsche Annington wird von verschiedenen Private Equity Fonds kontrolliert, die von Terra Firma Capital Partners aufgelegt worden sind. Terra Firma Capital Partners wurde 2002 von Guy Hands als Auslagerung der Principal Finance Group aus der japanischen Bank Nomura gegründet.

Die von der Terra Firma aufgelegten Fonds halten ein zu Anschaffungskosten bewertetes Beteiligungsportfolio im Umfang von knapp 4,8 Mrd. Euro (Annual Report 2012, S. 115). Dem stehen Ansprüche der Partner auf Darlehens- und Kapitalkonten in ähnlicher Höhe gegenüber. Der Fair value des Beteiligungsportfolios wird auf 6,9 Mrd. Euro geschätzt. Damit ist Terra Firma im Vergleich mit der Fortress oder Goldman Sachs nur ein kleiner Spieler am globalen Beteiligungsmarkt. Die Deutsche Annington ist mit einem Eigenkapital von 2,2 Mrd. Euro ein ausgesprochenes Schwergewicht im gesamten Beteiligungsportfolio der Terra Firma-Fonds.

Die Terra Firma strebt nach langfristigen Gewinnen für ihre Investoren und sie orientiert sich weniger an der laufenden Bewertung ihrer Beteiligungen. Im Jahresbericht 2007 beschreibt die Terra Firma ihr Geschäftsmodell wie folgt: „Terra Firma invests in large, asset-backed and complex businesses that have been overlooked, under-valued or misunderstood by the financial community.“ Guy Hands hat stets betont, daß ein Teil seines geschäftlichen Erfolgs darauf beruht, daß er in Branchen investierte, für die sich sonst niemand interessierte. Nicht zufällig wurde er immer wieder im öffentlichen Sektor fündig.³⁰

Ganz im Sinne dieses Geschäftsmodells der Suche nach den „verborgenen Perlen“ auf dem Beteiligungsmarkt wurden Großtransaktionen wie die Übernahme des ehemals staatlichen Autobahnraststättenbetreibers Tank & Rast im Jahre 2004 und die des britischen Musikkonzerns EMI im Jahr 2007 in Angriff genommen. Diese Übernahme hat Hands später als den

³⁰ <http://wissen.spiegel.de/wissen/dokument/dokument.html?id=19024605&top=SPIEGEL>

teuersten Fehltritt seines Lebens bezeichnet. Er hat sich allerdings im Mai 2010 persönlich bei den Investoren und den Banken dafür eingesetzt, die EMI vor der Insolvenz zu bewahren. Die 200 Kapitalgeber haben schließlich der von Hands geforderten Kapitalerhöhung um 105 Mio. Pfund zugestimmt. Genutzt hat es nicht mehr. Im Februar 2011 wurde die Beteiligung von der Gläubigerbank Citigroup gepfändet und die Terra Firma verlor die Kontrolle über die EMI. Zwischen der Citigroup und der Terra Firma finden zur Zeit noch erbittert geführte juristische Nachhutgefechte statt (F.A.Z. v. 9.9.2011). Es scheint, daß es hier auch um die Wiederherstellung des Vertrauens der Investorensseite in die Kompetenz der kreativen Leitfigur Guy Hands geht.

Die von der Terra Firma aufgelegten Fonds sind heute an einem breiten Spektrum von Unternehmen beteiligt. Ein Schwerpunkt der Engagements liegt im Immobiliensektor. Neben Wohnimmobilien (Deutsche Annington, British Annington) zählen auch Gewerbeimmobilien (UCI, Tank und Rast) und Land (UPC) zum Portfolio. Weitere Engagements bestehen in der Unterhaltungsindustrie (EMI, OEDEN/UCI) und zunehmend in „Zukunftsbereichen“ wie Gas, Wind, Biomasse und Nahrungsmittel (PNG, Infinis, Everpower, UPC).

	Währung	EBITDA 2010	EBITDA 2011
Annington	Mio. £	117	122
AWAS	Mio. \$	649	698
CPC	Mio. A\$	17	33
Deutsche Annington	Mio. €	502	510
Everpower	Mio. \$	-10	-11
Infinis	Mio. £	75	92
Odeon & UCI	Mio. £	92	103
Phoenix Group	Mio. £	21	23
RTR	Mio. €	n/a	75
Tank & Rast	Mio. €	196	208

Tabelle B-3: EBITDA³¹ der Beteiligungen der Terra Firma-Fonds

Quelle: Terra Firma Annual Report 2011, S. 12

Wie alle Private Equity-Gesellschaften verfolgt auch die Terra Firma keineswegs eine „Buy and hold“-Strategie wie ein öffentliches Wohnungsunternehmen. Der möglichst gewinnträchtige Weiterverkauf der übernommenen Unternehmen ist von vornherein Teil der Strategie. Im Vergleich mit anderen Investoren erscheint der durchschnittliche Haltezeitraum der Beteili-

³¹ EBITDA: Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Das bedeutet „Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen“.

gungen bei der Terra Firma mit 5 Jahren seit 1994 relativ lang. Die Beteiligungsunternehmen werden meistens so lange gehalten, daß genügend Zeit für organisatorische Änderungen und Eingriffe in die Geschäftsprozesse verbleibt. Es handelt sich bei der Terra Firma offensichtlich nicht um einen reinen Immobilienhändler, sondern um einen „strategischen Finanzinvestor“.

Die Terra Firma ist nicht ausschließlich an kurzfristigen Handelsgewinnen interessiert. Sie bemüht sich während der Laufzeit der Fonds vor allem um eine „nachhaltige“ Steigerung des Wiederverkaufswerts der Beteiligungsunternehmen. Anders als kurzfristig agierende Beteiligungsgesellschaften (sogenannte „Hunter“), mischt sich Terra Firma ständig in das Management der operativen Geschäfte der kontrollierten Unternehmen ein (wie ein „Farmer“). Diese Art der Führung der Beteiligung kommt einer unternehmerischen Direktinvestition recht nahe.

Unter den Fondsinvestoren der Terra Firma bilden öffentliche und private Pensionsfonds die wichtigste Anlegergruppe (Tabelle). Es fällt auf, daß unter den Investoren solche mit einem vergleichsweise langen Anlagehorizont überwiegen. Diese Struktur paßt gut zu dem Geschäftsmodell der Terra Firma, das nicht in erster Linie auf kurzfristige Handelsgewinne, sondern auf die mittelfristige wertsteigernde Aktivierung verschiedener Werthebel bei den Beteiligungsunternehmen setzt.

Investorentyp	Anteil 2010 in Prozent	Anteil 2011 in Prozent
Dachfonds	19	14
Private Pensionsfonds	5	5
Stiftungen	4	4
Versicherungen	9	9
Unternehmen außerhalb des finanziellen Sektors	2	1
Staatsfonds	12	12
Öffentliche Pensionsfonds	22	23
Terra Firma	5	7
Family Trusts	7	12
Banken und Finanzdienstleister	15	13

Tabelle B-4: Fondsinvestoren der Terra Firma nach Typ

Quelle: Terra Firma Annual Reports 2010, S.22 und 2011, S. 6

Wie die Entwicklung verschiedener Beteiligungen der Terra Firma zeigt, ist das Geschäftsmodell schon unter normalen Marktbedingungen riskant, weil die Möglichkeiten der übernommenen Unternehmen und das Potential ihrer Märkte leicht überschätzt werden können. Dies gilt grundsätzlich auch für die Übernahme von Wohnungsunternehmen. Die Risiken für die betroffenen Mieter sind besonders dann nicht zu unterschätzen, wenn die zyklische Marktentwicklung falsch eingeschätzt wurde und die erwarteten Veräußerungsgewinne ausbleiben.

In solchen Fällen steigt der Druck im Hinblick auf die Verbesserung der Kosteneffizienz in der Bewirtschaftung.

Dann besteht die Gefahr, daß die Bestandspflege und der Kundenservice vernachlässigt werden. Auch der vorzeitige Weiterverkauf des gesamten Unternehmens oder von Teilportfolien auf dem Zweitmarkt bildet dann eine Handlungsalternative. Bei der Deutschen Annington sind nicht alle wirtschaftlichen Erwartungen in Erfüllung gegangen und darauf hat das Management mit einer umfassenden Reorganisation der Geschäftsprozesse reagiert, die sich auch auf die Qualität des Kundenservice ausgewirkt hat.

Die Terra Firma unterliegt denselben Finanzierungsrestriktionen wie ihre Wettbewerber. Private Equity ist ein zyklisches Geschäft. Es handelt sich um das Einsammeln von Risikokapital, das naturgemäß zeitweise überreichlich zur Verfügung steht, zeitweise aber auch kaum erhältlich ist, weil die Risikoeinschätzungen der Fondsinvestoren extremen Schwankungen unterliegen. In der seit Mitte 2007 anhaltenden Dauerkrise der Finanzmärkte gilt dies noch mehr als früher. Auf der Ebene der konsolidierten Gewinn- und Verlustrechnung für die Terra Firma-Fonds lassen sich die Auswirkungen der Finanzkrise deutlich ablesen. In den Geschäftsjahren 2006 und 2007 konnten die Fonds aufgrund von Veräußerungsgewinnen noch hohe Gewinne ausweisen. In den folgenden Geschäftsjahren fiel diese Einkommensquelle dann aber nahezu vollständig aus (d.h. es wurden keine größeren Beteiligungen mehr veräußert) und die Fonds mußten in der Periode 2008-2010 enorme Rückstellungen für Wertminderungen bilden.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Veräußerungsgewinne €	660.488	1.039.417	0	0	5.900	4.426
Ergebnis vor Vorsorge €	776.079	1.068.451	22.023	8.216	20.263	-3.062
Zuführungen zu Rückstellungen für Wertminderungen €	0	0	-1.365.396	-255.649	-1.133.641	0
Jahresüberschuß/Jahresfehlbetrag €	776.079	1.068.451	-1.387.419	-263.865	-1.113.378	-3.062

Tabelle B-5: Ergebnisentwicklung der Terra Firma auf der konsolidierten Fondsebene

Die Terra Firma hat auf die Herausforderungen der Finanzkrise aktiv reagiert. Die Terra Firma-Manager versuchen, die neuen Chancen zu nutzen, die sich aus der Krise ergeben. Die gefallen Preise bieten die Chance auf preiswerte Zukäufe von Beteiligungsobjekten. Der Schwerpunkt der Übernahmeaktivitäten auf Immobilienunternehmen bzw. Unternehmen mit eigenen Immobilienbeständen ist in der derzeitigen Situation an den Finanzmärkten ein Pluspunkt für die Terra Firma. Die Anleger geben sich nun mit bescheideneren Renditen zufrieden, wenn die Investments eine gewisse Sicherheit bieten. Immobilien- und Wohnungsunternehmen bieten derzeit noch vergleichsweise gute Aussichten auf einen Exit ohne größere Verluste. Das gilt um so mehr, wenn die betreffenden Immobilienbestände in Deutschland liegen. Auch im Hinblick auf die Prolongationsrisiken sind die langfristigen Sachwerte ein Pfund, mit dem gewuchert werden kann.

I.5 Unternehmensfinanzierung

Die Deutsche Annington hat in großem Umfang von der innovativen Finanzierung mittels Verbriefungen Gebrauch gemacht. Fast $\frac{3}{4}$ der Nominalverpflichtungen des Konzerns entfallen auf Inhaberschuldverschreibungen, die im Rahmen von Verbriefungstransaktionen begeben worden sind. Während klassische Hypothekendarlehen auf einen Anteil von 19 Prozent kommen, spielen Akquisitionsdarlehen nur eine Nebenrolle (siehe Tabelle).

in Mio. €	31.12.2011 nominal	Lauf- zeit	Durch- schnitts- zins	Tilgung 2012	Tilgung 2013	Tilgung 2014	ab 2015
Verbriefungen							
GRAND plc	4.643,0	2013	4,66%	284,8	4.358,2	-	-
Opera Germany (No. 1) GmbH	146,0	2012	3,89%	146,0	-	-	-
Akquisitionsdarlehen							
Akquisitionsfinanzierung I	224,5	2013	4,73%	2,0	222,5	-	-
Akquisitionsfinanzierung II	257,1	2015	5,45%	4,4	4,7	4,9	242,9
Akquisitionsfinanzierung III	4,4	2012	4,58%	4,4	-	-	-
Akquisitionsfinanzierung IV	173,1	2018	4,27%	5,8	5,8	5,8	155,7
Hypothekendarlehen	1.268,1	2036	3,21%	101,0	69,9	66,6	1.030,4
	6.716,2			548,6	4.661,1	77,3	1.429,2

Tabelle B-6: Fälligkeiten und Durchschnittszinssätze der Nominalverpflichtungen der Deutschen Annington

Quelle: Geschäftsbericht 2011, S. 96

I.5.1 GRAND-Verbriefung: Entstehung und Struktur

Die Verbriefungskonstruktion GRAND der Deutschen Annington diene der Ablösung der Bankkredite für die Viterra-Übernahme im August 2006 und anderer ausstehender Schulden. Dieser Finanzierungsvorgang hatte tiefgreifende Auswirkungen auf die Strategie, die Struktur, die Bilanzierung und das operative Geschäft der Deutschen Annington. Es handelte sich um eine komplexe strukturierte Finanzierung mit 7 verschiedenen Risikotranchen. Sie hatte ein Gesamtvolumen von ursprünglich 5,8 Milliarden Euro bei einer Laufzeit von 7 Jahren (bis Juli 2013). Die Verbriefung GRAND ist mit 164.365 Wohnungen sowie einigen gewerblichen Einheiten und Parkgaragen im Wert von insgesamt 8,1 Mrd. Euro besichert (Bewertung durch Cushman & Wakefield zum 31.3.2006).

Der erste Schritt der GRAND-Verbriefung war die Begebung von Inhaberschuldverschreibungen (REF Notes) durch 31 bestandshaltende Annington-Gesellschaften. Diese Schuldtitel wurden durch Grundpfandrechte besichert. Sie haben eine Laufzeit bis Juli 2013. Die Schuldverschreibungen wurden anschließend von den Objektgesellschaften an die eigens für den Zweck der Verbriefung der Übernahmeschulden geschaffene Zweckgesellschaft „GRAND“ verkauft. Diese Zweckgesellschaft ist eine leere Hülle ohne eigene Mitarbeiter.

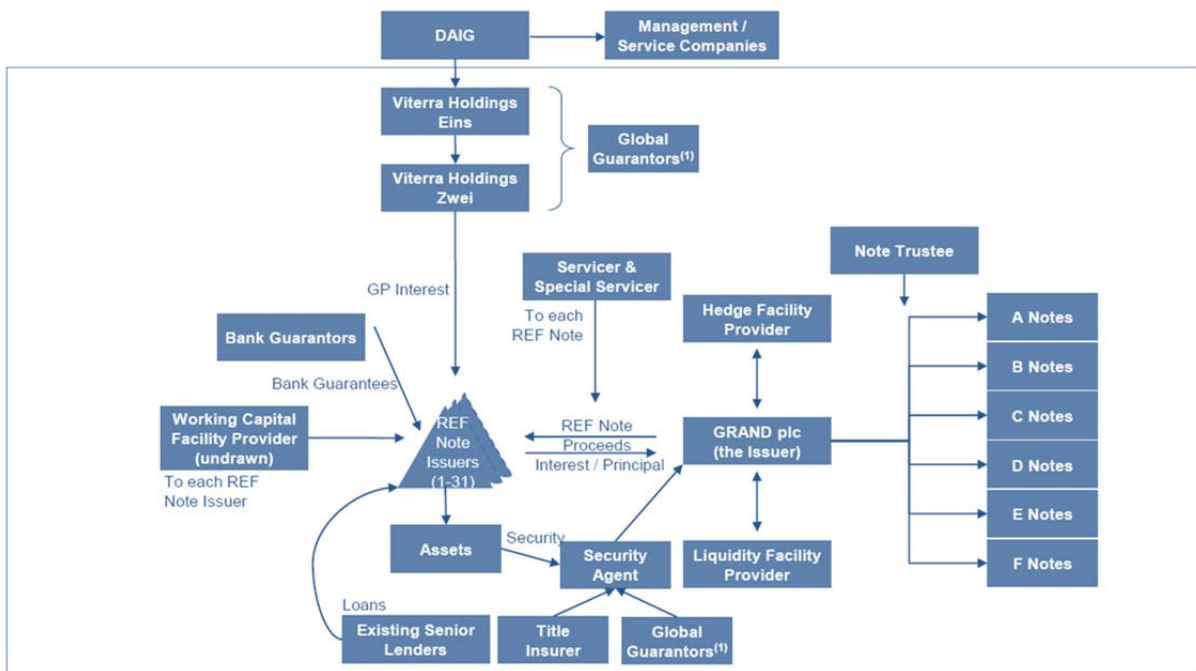


Abbildung B-7: Struktur der Verbriefung GRAND

Quelle: Deutsche Annington 2012, S. 44

Die Inhaberschuldverschreibungen dienen als Deckungswerte für die gerateten und nach Bonitätsklassen tranchierten CMBS Notes³², die von der Zweckgesellschaft emittiert wurden. Die Laufzeit dieser CMBS-Anleihen ist drei Jahre länger als die der REF Notes. Der Sinn und Zweck dieser dreijährigen „Tail period“ besteht darin, im Insolvenzfall ein genügend großes Zeitfenster für die Verwertung der Sicherheiten zu haben.

Die Bonität der Zweckgesellschaft GRAND ergibt sich aus dem Pool mit Schuldverschreibungen bzw. den dahinterstehenden Sicherheiten. Mit den Erlösen aus dem Verkauf der Schuldverschreibungen hat der Schuldner Deutsche Annington die Übernahmekredite abgelöst. Die Zins- und Tilgungszahlungen werden nicht mehr an die Banken, sondern an die Zweckgesellschaft geleistet, die diese Zahlungen ihrerseits an die Investoren weiterleitet, die die von ihr emittierten CMBS Notes gekauft haben.

Die Kreditgeber der GRAND-Finanzierung sind große, langfristig orientierte institutionelle Investoren, die ihr Kapital langfristig sicher anzulegen wünschen, darunter die Bayerische Landesbank (Bayern LB), ING Investment Management, JP Morgan, die Landesbank Baden-Württemberg (LBBW), PIMCO und Standard Life Investments. Der durchschnittliche gewichtete Zinssatz für die verbrieften Forderungen betrug bis 2010 3,36 Prozent. Seitdem sind bis zum Ende der Laufzeit 4,66 Prozent fällig. Die Zins- und Tilgungszahlungen muß die

³² CMBS steht als Abkürzung für „Commercial Mortgage Backed Securities“.

Deutsche Annington wie bei einem klassischen Bankkredit aus dem laufenden Cash flow aufbringen.

I.5.2 GRAND-Verbriefung: Rolle der Covenants

Auch bei der Verbriefung GRAND sind Covenants zum Zwecke der Absicherung der Rückzahlungsansprüche der Anleihegläubiger vereinbart. Die DAIG ist aufgrund des entsprechenden Covenants (Release-Price-Mechanismus, siehe unter A.VII.3) verpflichtet, einen bestimmten Anteil der Verkaufserlöse aus der Einzelprivatisierung für die Tilgung der Schuldverschreibungen abzuführen. Es gibt aber keine vertragliche Beschränkung bei der Auswahl der Verkaufsobjekte.

Der Zinsdeckungsgrad ICR (Verhältnis zwischen Nettokaltmieten und Kapitaldienst), der nicht unterschritten werden sollte, das liegt im Falle der GRAND-Verbriefung bei 105 Prozent, was im Vergleich zu anderen wohnungswirtschaftlichen Verbriefungen eine sehr niedrige Schwelle darstellt (üblich sind ansonsten eher 115-120 Prozent). Daraus könnte man folgern, daß die Kreditgeber ein großes Vertrauen in die Fähigkeit der DAIG haben, die Mieteinnahmen konstant hoch zu halten (also insbesondere eine Zunahme des Leerstandes zu vermeiden).

Bei Überschreitung eines Covenants werden „Eskalationspfade“ beschritten. Die Sanktionen werden stufenweise verschärft, je länger die Schwelle schon verletzt ist. Sollte es zu einer Überschreitung kommen, hat der Kreditnehmer während einer Übergangsfrist (Engl. „Cure Period“) die Chance, die Covenantschwelle wieder zu erreichen. Sollte sich zum Beispiel der Beleihungsauslauf aufgrund einer Verschlechterung der Werte der Immobilien erhöht haben, kann das Verhältnis durch den Einschluß zusätzlicher Eigenmittel wieder verbessert werden.

Bei anhaltenden oder besonders schwerwiegenden Verstößen gegen die Covenants drohen Sanktionen unter Rückgriff auf die von den DAIG-Gesellschaften für die Verbriefung gewährten Sicherheiten (Grundschulden, Kontoverpfändungen, Abtretung von Mietforderungen, Verpfändungen von Gesellschaftsanteilen und Bürgschaften).

Die DAIG hat allerdings bis dato noch nie eine Covenantschwelle überschritten und auch sonst immer Ihre Kreditvereinbarungen eingehalten. Die Gutachter sehen auch keine Gefahr, daß es in der absehbaren Zukunft zu einer solchen Überschreitung kommen wird.

Nicht zuletzt auch im Hinblick auf die Kapitalstruktur bewegt sich die Deutsche Annington unterhalb der kritischen Schwelle: Der durchschnittliche Beleihungsauslauf liegt bei rund 70 Prozent, dies freilich auf der Basis von Vorkrisenimmobilienwerten. Da die DAIG noch nie Dividenden zu Lasten ihrer Tilgungsfähigkeit ausgeschüttet hat und konstant tilgt, verbessert sich der Verschuldungsgrad kontinuierlich. Die Einnahmen aus Wohnungsverkäufen werden von der Deutschen Annington zu etwa 90 Prozent zur Tilgung der Darlehen verwendet. Diese hohe Abführungsquote dürfte allerdings durch den Release-Price-Mechanismus erzwungen sein.

Wegen der kurzen Restlaufzeit und des gewaltigen Volumens der Großverbriefung GRAND kann das Roll over-Risiko aus dieser Verbriefung aber durch Tilgungszahlungen aus dem laufenden Cash flow nicht mehr entscheidend beeinflusst werden.

I.5.3 GRAND-Verbriefung: Das roll over-Risiko

Nach der geglückten Ablösung von zwei kleineren Verbriefungen konzentrieren sich bei der Deutschen Annington nun alle Bemühungen auf die Refinanzierung der Großverbriefung GRAND. Zum 31.12.2011 standen die Schuldverschreibungen aus der GRAND-Verbriefung mit nominal 4,643 Mrd. Euro in der Konzernbilanz. Bei Auslaufen der Verbriefung im Jahr 2013 wird voraussichtlich noch eine Restschuld in Höhe von 4,36 Mrd. Euro offen sein. Das daraus resultierende Prolongationsrisiko ist nicht zu unterschätzen.

Bei der Annington sieht man das Roll over-Risiko aus der GRAND-Verbriefung als strategisches Kernproblem und die Lösung als strategischen Meilenstein an. Man wollte eigentlich eine möglichst „frühe Refinanzierung“ erreichen. Damit ist die Geschäftsführung aber gescheitert, obwohl ein eigens geschaffenes „Inhouse-Team“ hochkarätiger Juristen sich ständig mit diesem Problem beschäftigt. Die Lösung gilt als Voraussetzung für die Eröffnung weiterer strategischer Optionen in der Zukunft und zwar insbesondere auf den Feldern Börsengang und Bestandsmodernisierung.

Das Risiko für die Investoren liegt darin, daß Terra Firma 2013 keine Anschlußfinanzierung erhält. Zum Ablaufzeitpunkt der Verbriefung müssen die Annington-Töchter Schuldverschreibungen im Umfang von mehr als 4 Milliarden Euro auf einen Schlag tilgen. Der allergrößte Teil der dafür benötigten Mittel müßte im Wege einer Anschlußfinanzierung aufgebracht werden. Das scheint aber angesichts der derzeitigen Verfassung der Kapitalmärkte weder durch einen Konsortialkredit noch durch eine weitere Großverbriefung möglich zu sein.

Der Kern des Refinanzierungsproblems der Deutschen Annington liegt in der schieren Größe der Verbriefung GRAND (so auch Thomas 2011). Es handelt sich um die größte Verbriefung in Europa und um die drittgrößte der Welt. Dem steht gegenüber, daß „deutsches Betongold“ zur Zeit als Sicherheit sehr gesucht ist.

War das Rating der GRAND-Verbriefung durch die Agenturen Fitch und Standards & Poor's zu Beginn der Verbriefungstransaktion gut, so änderte sich dies als Folge der Finanzkrise. Die Rating-Agentur Fitch stufte am 16. und 17. März 2009 mehrere Großverbriefungen deutscher Wohnimmobilientransaktionen im Rating herunter. Betroffen war auch die GRAND-Verbriefung. Die entsprechenden REF Notes wurden unter Verweis auf "increased balloon risk of the transaction and ongoing capital market declines"³³ sowie auf "lower net cashflows and property sales than initially expected"³⁴ heruntergestuft. Heruntergestuft wurden konkret die Ratings der nachgeordneten Tranchen, während das für die A-Tranche bei negativem Ausblick bestätigt wurden. Die Ratingagentur Moody's hat eine Herabstufung im April 2010 und nochmals im September 2010 für alle Tranchen vorgenommen.

Von einer neuerlichen Herabstufung der GRAND-Verbriefung durch Standard & Poor's Anfang März 2012³⁵ waren auch die eigentlich als besonders sicher geltenden A- und B-Notes betroffen, die zuerst bedient werden und zuletzt ausfallen. Die Bewertung der übrigen Notes wurde aber bestätigt.

Natürlich hat es eine andere Qualität, wenn auch die obersten Tranchen einer solchen Anleihe im Rating herabgestuft werden. Darin drückt sich ein viel höherer Grad des Mißtrauens der Bewerter aus.

Als Grund für die schlechtere Bewertung wurde nicht etwa eine laufende Verletzung der Kreditbedingungen angegeben (dem Kredit wird vielmehr eine gute „Performance“ attestiert), sondern Verzögerungen, offensichtliche Schwierigkeiten und riskante Aussichten bei der Refinanzierung und Restrukturierung der Verbriefung. Die Gespräche mit den Anleihegläubigern konnten nicht wie angekündigt zum Jahresende 2011 abgeschlossen werden.

Angesichts der schwierigen Kapitalmarktbedingungen sei es fraglich, daß nach dem verpaßten Rückzahlungstermin 2013 innerhalb von drei Jahren eine Summe von über 4,5 Mrd. € aufgetrieben werden könne, selbst wenn das Portfolio in kleinere Portionen aufgeteilt würde.

I.5.4 GRAND-Verbriefung: Der Vergleich mit den Gläubigern

Die Deutsche Annington strebt schon seit längerer Zeit eine Verhandlungslösung mit den Anleihegläubigern an und sie hat bereits im ersten Halbjahr 2011 damit begonnen, entsprechende Gespräche mit den großen Anleihegläubigern zu führen.³⁶ Es handelt sich hier um komplexe

³³ Fitch's press release – 16 March 2009.

³⁴ Moody's press release – 8 April 2010.

³⁵ S&P cuts German Residential Asset Note Distributor ratings, <http://www.reuters.com/article/2012/03/07/idUSWNA185320120307>

³⁶ Siehe dazu die Reutersmeldung vom 24. Juni 2011 (<http://www.peopleanddeals.de/article/15061/deutsche-annington-will-refinanzierung-ueber-47-milliarden-euro-anpacken>), in der Donkers wie folgt zitiert wurde: „Die Wohnungsgesellschaft Deutsche Annington mit Sitz in Düsseldorf will ihre milliardenschwere Refinan-

Verhandlungen, bei denen den Interessen der Fondsinvestoren ebenso Rechnung getragen werden muß wie denen der Anleihegläubiger.

Das Problem bei einer Verhandlungslösung sind opportunistische Investoren, die gezielt kleinere Anleihepakete ankaufen und sich in der Hoffnung auf Kompensationen unnachgiebig gerieren könnten. Diese Strategie könnte erfolversprechend sein, weil ein einzelner Anleihegläubiger, der nicht stillhält, den Default event auslösen kann. Dem wurde mit der Konstitution eines „Ad hoc-Komitees“ entgegengewirkt, mit dem bereits eine grundsätzliche Einigung über eine Tilgungsstreckung erzielt werden konnte.

Es handelt sich dabei um ein geregeltes Verfahren unter Einschaltung des Finance Court, in dem die Parteien durch Rechtsanwälte vertreten werden. In dem „Ad hoc-Komitee“ sind 37 Prozent der Noteholder repräsentiert. Gläubiger mit kleinen Anleihepositionen können hier wegen des Majoritätsprinzips nicht viel ausrichten, solange sie nicht eine Sperrminorität von 25 Prozent der ausgegebenen Anleihen zusammenbringen.

Am 7. Oktober 2011 hat ein erstes Treffen mit der Ad-Hoc Group der Noteholder stattgefunden, auf dem die DAIG ihre Vorschläge präsentiert hat.³⁷ Nach diesem Treffen hat das Unternehmen nach eigenen Angaben in einem konstruktiven Dialog mit der Ad-Hoc Gruppe und ihren Beratern gestanden. Die eigentlichen Verhandlungen sind zu Beginn dieses Jahres aufgenommen und inzwischen in Form eines Vergleichsvorschlags abgeschlossen worden.

Der Umstrukturierungsplan beinhaltet eine Kapitalspritze in Höhe von 504 Millionen Euro und höhere Zinscoupons im Gegenzug für eine Verlängerung der Laufzeit der REF Notes um 5 Jahre und die Möglichkeit, das Portfolio in Blöcken zu refinanzieren.

Das Unternehmen erbringt also für die angestrebte Tilgungsstreckung eine Gegenleistung in Form eines Eigenkapitalnachschusses durch Terra Firma und die Fondsinvestoren. Außerdem wird den Anleihegläubigern ein Zinszuschlag gewährt. Dieser Ansatz wurde von der Deutschen Annington als „Amend and extend“-Strategie bezeichnet.

Nach der Kapitalinjektion würde das Portfolio auf der Basis einer Neubewertung (plus 9,1 Prozent auf 8,44 Mrd. Euro) eine LTV von weniger als 60 Prozent aufweisen. Das wäre ein Wert, der eindeutig im grünen Bereich liegt.

Die Kapitalzuführung von insgesamt 504 Millionen Euro soll allerdings im Umfang von 239 Millionen Euro in Form einer Rangrücktrittserklärung der Zwischenholding Monterey Finance gegenüber den Anleihegläubigern erfolgen. Die frischen Mittel sollen insbesondere die Restschuld der großen REF Note-Emittenten mit einem besonders hohen Beleihungsauslauf senken.

zierung angehen und damit auch den Weg für einen Börsengang bereiten. Nach den Worten von Donkers habe es bereits erste Gespräche mit etwa der Hälfte von insgesamt 100 Gläubigern gegeben. Diese seien gut gelaufen. Die Deutsche Annington wolle mit diesen Geldgebern weiter zusammenarbeiten, ihre Finanzierung aber auf eine breitere Basis stellen und zeitlich strecken, um eine Zusammenballung von Risiken zu vermeiden. Ziel sei es, künftig rund eine Milliarde Euro pro Jahr zu refinanzieren.“

³⁷ <http://www.ukwire.co.uk/ArticlePrint.aspx?id=201112231112385997U>

Die Deutsche Annington will sich dann verpflichten, 1 Mrd. Euro im ersten Jahr zurückzahlen, 700 Mio. Euro im zweiten, 650 Mio. Euro im dritten und vierten Jahr und die gesamte dann noch ausstehende Restschuld im fünften Jahr.

Im Gegenzug für die Verlängerung der Laufzeit der Anleihen sollen die Gläubiger eine zusätzliche Verzinsung in Höhe von 116,7 Basispunkten auf ihre aktuellen Coupons erhalten. Der Zinszuschlag soll für alle Tranchen gleich hoch sein. Die rechtlichen Endfälligkeiten würden auf Juli 2018 (REF Notes) bzw. Juli 2021 (CMBS Notes) verlängert.

Diese grundlegende Modifikation der Konditionen setzt die Zustimmung von 75 Prozent des Anleihekaptals voraus. Allerdings werden die englischen Gerichte den Vergleich nur dann genehmigen, wenn die einheitliche Regelung alle Investoren fair behandelt (Mayre 2012).

Der Barclays-Analyst Christian Aufsatz beurteilt den Plan positiv: „Der Vorschlag ist etwas besser und gläubigerfreundlicher als wir erwartet hatten.“ (Mayre 2012). Die Ratingagentur Fitch kommentierte, daß der Plan das Balloon risk verringere.

Auch die Kursentwicklung der CMBS Notes unmittelbar nach der Verkündung spricht für eine gute Aufnahme des Plans. Während die Prozentnotierungen der Junior-Anleihen sprunghaft nach oben geschossen sind, schlossen die Anleihen der A-Tranche nahezu pari.

Selbst die ratenweise Rückzahlung würde angesichts der Verfassung der Kapitalmärkte noch eine Herausforderung bedeuten. Die Deutsche Annington müßte dazu alle möglichen potentiellen Refinanzierungsquellen wie Covered bonds, Bankkredite, Konsortialkredite sowie Privatplazierungen anzupapfen versuchen. Von großer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang, daß der Plan die Möglichkeit der Aufteilung des Immobilien-Portfolios in mehrere kleinere Portfolien einschließt, die dann gesondert refinanziert oder verkauft werden können. Wenn die Gläubiger zustimmen, dann dürfte auch der Börsengang des Unternehmens als Exitoption weiterverfolgt werden.

Wenn bei der Abstimmung der Gläubiger, die für Oktober vorgesehen ist, die Mehrheit verfehlt wird, dürfte die Insolvenz der bestandshaltenden Emittentinnen der REF Notes unabwendbar sein. In diesem Fall müßte der Trustee und der Servicer damit beginnen, die als Sicherheiten hinterlegten Wohnungsbestände der Deutschen Annington gemäß des Security Trust Agreement zu verwerten, um die CMBS-Gläubiger innerhalb der dreijährigen „Tail period“ zu befriedigen. Die Dienstleister müssen sich dabei streng an die vertraglichen Regelungen halten und sie haben weniger Handlungsspielräume als eine Gläubigerbank bei einem klassischen Übernahmekredit. Wahrscheinlich würde der Immobilienbestand der Deutschen Annington im Insolvenzfall in Form von Teilportfolien an verschiedene Käufer veräußert werden.

Bei ihrer jeweiligen Vorbereitungsstrategie auf die anstehenden Prolongationen unterscheiden sich Gagfah und Deutsche Annington deutlich. Anders als die Gagfah hat die Deutsche Annington nicht etwa versucht, durch umfangreiche Immobilienverkäufe ihre Restschuld wesentlich zu senken. Das wäre allerdings auch wegen der spezifischen Verbriefungskon-

struktion, die einen Verkauf von Teilportfolien nicht zuläßt und dem schieren Volumen der Verbriefung auch nicht zielführend gewesen.

Der Deutschen Annington blieb nur die Chance, die Fondsinvestoren und Gläubiger durch eine gute operative Performance zu beeindrucken und frühzeitig auf einen Vergleich mit den Gläubigern hinzuarbeiten. Ob die Refinanzierung am Ende gelingt oder nicht – der Weg dahin war ein Lauf auf des Messers Schneide, der die unkalkulierbaren Risiken der Refinanzierung von Großübernahmen mittels Großverbiefungen deutlich macht.

I.6 Bilanz- und Erfolgsdarstellung

Der Konzernabschluß wird in Übereinstimmung mit den in der EU anzuwendenden International Financial Reporting Standards (IFRS) erstellt. Die Investment Properties (Anlagevermögen) werden demgemäß zu ihrem beizulegenden Zeitwert bewertet. Die Ermittlung des Gesamtwertes des Wohnungsportfolios erfolgt gemäß den IFRS in Anlehnung an die Definition des Market Value des International Valuation Standard Committee.

Die Deutsche Annington wendet im sogenannten „Privatisierungsportfolio“ eine andere Bewertungsmethodik an als im „Bewirtschaftungsportfolio“.³⁸ Im Privatisierungsportfolio werden die voraussichtlich privatisierbaren Einheiten auf der Grundlage von Vergleichswerten (eigene Verkäufe und Marktrecherchen) und der nicht privatisierbare Restbestand (Remainder-Anteil) mit einem angepaßten Ertragswertverfahren bewertet. Im Bewirtschaftungsportfolio wird dagegen ausschließlich mit dem Ertragswertverfahren (Income Capitalisation Method) bewertet. Die Ertragswerte ergeben sich aus der Abzinsung der Jahresreinerträge auf Gebäudeebene mit einem aus dem deutschen Wohnimmobilienmarkt abgeleiteten und mittels gebäudebezogenen Ratings den Gebäuden zugeordneten Kapitalisierungszinssatz.

Diese Bewertungsmethodik eröffnet dem bilanzierenden Unternehmen größere bilanzpolitische Spielräume als die Bewertung auf der Basis fortgeführter Anschaffungs- und Herstellungskosten gemäß Handelsgesetzbuch. Die Vergleichswerte schwanken naturgemäß mit der Marktverfassung und die Ertragswerte geraten immer dann in Bewegung, wenn die Mieten oder die Kapitalisierungszinssätze steigen oder fallen. Die auf diese Weise erzielten Bewertungsergebnisse mögen die aktuellen Verhältnisse an den verschiedenen Teilmärkten des Wohnungsmarktes mehr oder weniger angemessen widerspiegeln, doch darf man nicht übersehen, daß hier Wertsteigerungen und entsprechende Erträge ausgewiesen werden, bevor sie realisiert sind. Als Folge schwankt auch das Jahresergebnis wesentlich stärker als in einer HGB-Bilanz. Alle Immobilienunternehmen, die gemäß den IFRS ihre Immobilien zu aktuellen Marktwerten bilanzieren (und nicht gemäß HGB zu historischen Anschaffungs- oder Herstellungskosten), sind von entsprechenden Ergebnisschwankungen geprägt.

³⁸ Geschäftsbericht 2010, S. 26 f.

in Mio. €	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ergebnis aus der Bewertung von Investment Properties	26,1	360,7	197,6	-497,9	61,6	25,8	249,4
Wertänderungen der Vorratsimmobilien	0,0	-2,8	0,8	52,1	49,3	0,1	204,5
Bewertungsergebnis der Immobilien	26,1	357,9	198,4	-427,8	110,9	25,9	453,9
Ergebnis vor Steuern	58,3	428,7	290,8	-371,4	194,9	159,1	577,9
Bereinigtes Ergebnis	32,2	70,8	92,4	56,4	84,0	133,9	124,0

Tabelle B-7: Wertveränderungen der Immobilien bei der Deutschen Annington

Quelle: Geschäftsberichte 2005-2011

Bei der Deutschen Annington haben sowohl Umschichtungen zwischen den beiden Portfolios als auch Neubewertungen in den letzten Jahren das Konzernergebnis maßgeblich beeinflusst. So hat im Geschäftsjahr 2008 allein die Abwertung der Investment Properties das Jahresergebnis mit 480 Mio. Euro belastet. Das gesamte Bewertungsergebnis lag bei -427,8 Mio. Euro (Geschäftsbericht 2008, S. 24). Ähnlich wie bei der Gagfah handelt es sich hier um die Korrektur von überhöhten Wertansätzen aus der Vergangenheit, die ihrerseits Ausfluß einer an aktuellen Marktgegebenheiten orientierten Bewertungsmethodik sind.

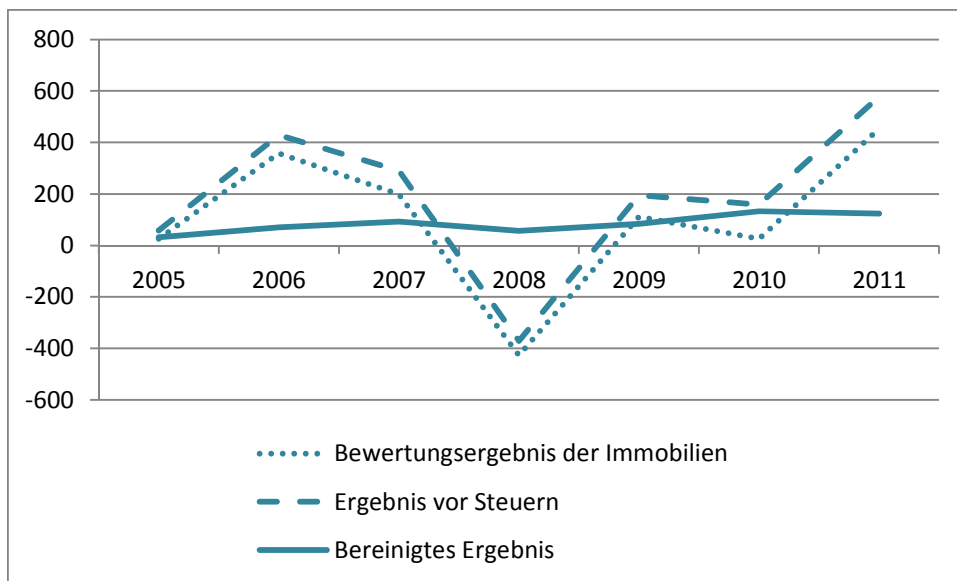


Abbildung B-8: Ergebnisentwicklung bei der Deutschen Annington

Quelle: Geschäftsberichte 2005-2011

Der Wertverlust bei den in NRW tätigen Gesellschaften war zwischen 2006 und 2010 wesentlich höher als der Wertverlust aller Immobilien auf Konzernebene. Es bestehen signifikante Unterschiede zwischen der DAIG insgesamt und den Gesellschaften mit starker Präsenz in

NRW: Die Wohnungen der NRW-Gesellschaften sind weniger wert und sie verfallen schneller im Wert als der Gesamtdurchschnitt der DAIG-Wohnungen.

Die Investitionen der letzten Jahre reichen angesichts des Alters und des Instandhaltungszustandes des Wohnungsbestandes offenbar nicht aus, um den Wertverlust aufzuhalten. Es kommt hinzu, daß auf den Mietermärkten in NRW Wohnungen mit qualitativen Mängeln nur noch schwer zu vermieten sind. Leerstände und niedrige Mieten drücken aber auf die Immobilienwerte.

Der Einfluß des Bewertungsergebnisses auf das Gesamtergebnis der Deutschen Annington war seit der Gründung des Unternehmens nicht nur prägend, sondern dominant. Der Einfluß geht so weit, daß das Konzernergebnis kaum noch etwas über die operative Performance aussagt. Das Vorsteuerergebnis wurde daher zusätzlich um den Einfluß der Bewertungseffekte bereinigt.

Jahr	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Eigenkapitalquote	9,5	15,4	16,1	14,2	15,5	17,3	20,8
Dynamischer Verschuldungsgrad ³⁹	17,8	11,7	16,8	18,2	21,9	18,4	14,6
Eigenkapitalrentabilität ⁴⁰	3,12	4,19%	5,31%	3,87%	5,16%	7,37%	5,56%
Gesamtkapitalrentabilität ⁴¹	2,64	3,79%	4,03%	4,03%	4,08%	4,57%	4,43%
Vervielfältiger ⁴²	k.A.	10,4	11,2	10,9	11,4	11,4	13,4
ICR ⁴³	k.A.	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1

Tabelle B-8: Schlüsselkennzahlen der Deutschen Annington

Quellen: Geschäftsberichte und eigene Berechnungen

Die Deutsche Annington ist nach Ansicht der Gutachter ein fundamental relativ gesundes Unternehmen. Die Eigenkapitalquote konnte nach der massiven Abwertung des Immobilienbestandes im Jahr 2008 kontinuierlich gesteigert werden. Gleichzeitig hat sich der dynamische Verschuldungsgrad verbessert. Diese Kennzahl drückt aus, wie oft der aktuelle Cash flow erzielt werden müßte, um alle Schulden des Unternehmens zu tilgen. Eigenkapitalquote und dynamischer Verschuldungsgrad weisen bei der Deutschen Annington in die richtige Richtung, doch sind bei beiden Kennzahlen noch keine Spitzenwerte erreicht worden.

Das gilt auch für die auf das in der Plattform gebundene Kapital erzielten Renditen. Diese lagen nach Bereinigung um Bewertungseffekte im Durchschnitt der Jahre 2005-2011 für das

³⁹ Bilanzielles Fremdkapital / Cash flow.

⁴⁰ Bereinigtes Ergebnis / Bilanzielles Eigenkapital.

⁴¹ (Bereinigtes Ergebnis + Zinszahlungen) / Bilanzsumme.

⁴² Wert der Investment Properties / Nettokaltmiete.

⁴³ Interest Cover Ratio (ICR): Der Zinsdeckungsgrad ist das Verhältnis der Nettomieterlöse (Net Cold Rent NCR) zu den laufenden Zinszahlungen.

eingesetzte Eigenkapital bei 4,94 (Gagfah: 4,28 Prozent seit 2006) und für das insgesamt im Unternehmen gebundene Kapital bei 3,94 Prozent. Das ist guter Durchschnitt, aber kein Spitzenwert. Trotz aller Optimierungsbemühungen konnten die den Fondsinvestoren in Aussicht gestellten Renditeziele aus den Gewinnen aus dem Vermietungsgeschäft und den Verkaufstätigkeiten nicht annähernd erreicht werden.

Der Immobilienbestand der Deutschen Annington war bis zum Geschäftsjahr 2010 mit Mietvervielfältigern zwischen 10,4 und 11,4 eher defensiv bewertet. Im vergangenen Jahr wurde der Immobilienbestand dann allerdings um 454 Millionen Euro aufgewertet. Dies wurde mit der positiven Mietentwicklung und den fallenden Leerständen begründet. Der Mietvervielfältiger für den Gesamtbestand liegt nun auf einem Niveau von 13,4 (Gagfah: 14,4). Darin unterscheidet sich das Unternehmen von dem Konkurrenten Gagfah, bei dem sich die Vervielfältiger seit 2007 rückläufig entwickelt haben. Auch der zeitliche Verlauf des Bewertungsergebnisses weist deutliche Unterschied auf: Während die DAIG nach der heftigen Korrektur im Jahr 2008 durchweg positive Bewertungsergebnisse verzeichnete, waren bei der Gagfah bis einschließlich 2011 immer neue negative Korrekturen erforderlich.

Die Deutsche Annington hat ihren Kapitaldienst ohne Verkäufe aus der Not heraus geleistet. Ein wesentlicher Unterschied zur Gagfah besteht darin, daß bis heute keine Dividendenzahlungen erfolgt sind. Dies ist jedoch für Private Equity-Investments nicht unbedingt untypisch. In vielen Fällen ist der erfolgreiche Exit der entscheidende Renditebaustein für derartige Investments.

I.7 Strategien und Werthebel der DAIG

Obwohl die DAIG sich in der Öffentlichkeit als langfristig orientierten Bestandshalter und professionellen Vermieter darstellt, sind die Begleiterscheinungen des Einflusses von Finanzinvestoren auf den operativen Bewirtschaftungsansatz nicht zu übersehen, u.a. Mieterhöhungen, Privatisierungen und Personalabbau. Auch die Servicequalität hat gelitten. Die Einführung des „Customer Care Centers“ im Sommer 2009 verlief alles andere als reibungslos. Es sind viele Fälle von empörten Kunden dokumentiert, für die der Vermieter auch in wichtigen Angelegenheiten wie der Anmietung einer Wohnung nicht mehr zu erreichen war. Die Strategie der Terra Firma war in der letzten Zeit von vertrauensbildenden Maßnahmen gegenüber den Mietern und Anlegern geprägt.

Der Farmer-Strategie der Terra Firma entsprechend ist die Deutsche Annington ein im operativen Geschäft unternehmerisch sehr aktives Wohnungsunternehmen. Die Strategie der DAIG stand anfangs auf zwei Säulen: der optimierten Bewirtschaftung der Mietobjekte und der Einzelprivatisierung von Wohnungen. Seit dem Geschäftsjahr 2007 wurde der Schwerpunkt allerdings zunehmend auf die Wohnungsbewirtschaftung verlagert. Im Vordergrund stand dabei die Steigerung der Mieterlöse bei gleichzeitiger Senkung der Bewirtschaftungskosten pro Einheit, u.a. durch Zentralisierung und Personalkostensenkung.

Die DAIG unterliegt in ihrem operativen Geschäft allerdings spezifischen Beschränkungen. Ein Teil des Wohnungsbestandes ist sozial gebunden oder belegungsgebunden. Für Teile der

übernommenen Portfolios gelten bei Kaufvertragsabschluß vereinbarte Sozialchartas. Weitere Beschränkungen ihrer unternehmerischen Handlungsfreiheit ergeben sich aus den vertraglichen Vereinbarungen zur Sicherung der Forderungen der CMBS-Investoren im Rahmen der Verbriefungstransaktionen.

I.7.1 Optimierung der Geschäftsabläufe

Die Optimierung der Geschäftsabläufe ist im Rahmen einer Farmer-Strategie ein wesentlicher Werthebel zur Verbesserung von Ergebnis, operativem Cash flow und Unternehmenswert. Die Optimierung kann die Effizienz der internen Geschäftsprozesse betreffen oder die Aufgabenverteilung zwischen der eigenen Organisation und externen Anbietern (Do or Buy). In beiden Fällen sind die Optimierungsmaßnahmen regelmäßig von Reorganisationen und Personalfreisetzen begleitet. Unternehmen von der Größenordnung der Deutschen Annington oder der Gagfah haben hier aufgrund von Skaleneffekten in der Bewirtschaftung ein größeres Effizienzsteigerungspotential als kleinere Wettbewerber. Sie können die Spezialisierung und die interne Arbeitsteilung weiter vorantreiben und sie können aufgrund ihrer Einkaufsmacht Dienstleistungen günstiger am Markt zukaufen. Der Verdi-Gewerkschafter Gerd Vatterot spricht in diesem Zusammenhang von einer „Industrialisierung der Wohnungsverwaltung“.⁴⁴ Auf der anderen Seite verursacht jede Zunahme der Unternehmensgröße zusätzliche Kosten der hierarchischen Koordination. Die optimale Unternehmensgröße ist also nicht unendlich (Blum et al. 2005, S. 49).

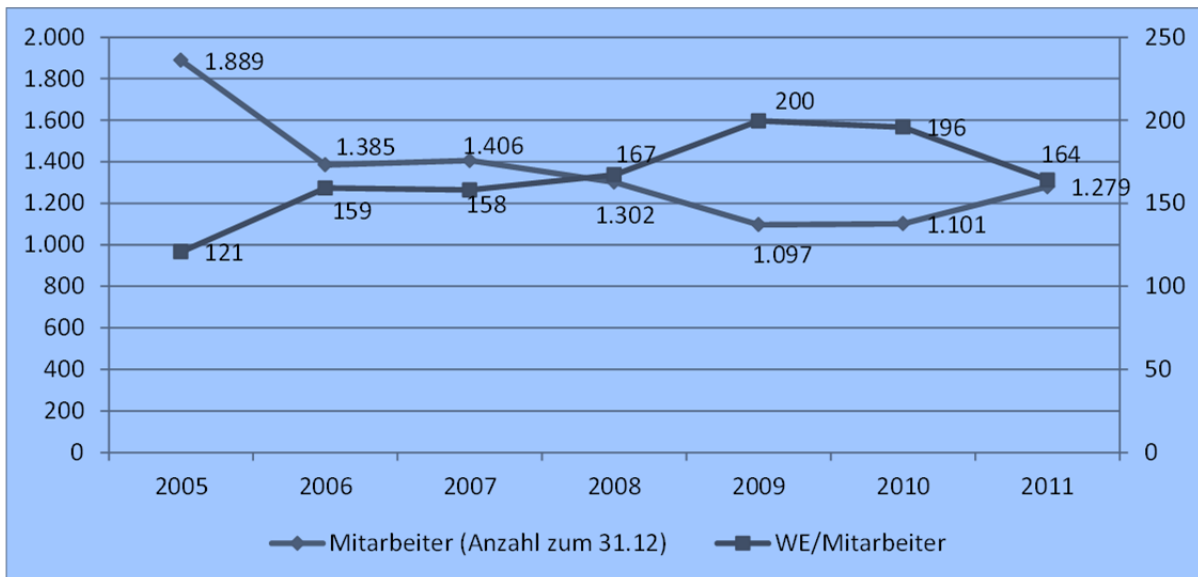


Abbildung B-9: Entwicklung des Personalbestandes der Deutschen Annington 2005-2011, Mitarbeiter zum 31.12. und Wohneinheiten (einschließlich Verwaltungsbestand) je Mitarbeiter (rechte Skala)

Quellen: Geschäftsberichte

⁴⁴ http://www.mieterforum-ruhr.de/de/themen/fondsvermieter/index.php/art_00001919

Bei der Deutschen Annington wurde unmittelbar nach dem Erwerb der Viterra mit dem Abbau des Personals begonnen. In den Jahren 2005 und 2006 wurden 575 Planstellen auf Vollzeitbasis abgebaut. Ein Teil der betroffenen Beschäftigten willigte in Vorruhestandsregelungen und Abfindungen ein, ein anderer Teil wurde für ein Jahr in einer Transfergesellschaft beschäftigt.

Das BPR-Projekt Clear Water war mit einem weiteren spürbaren Personalabbau verbunden. Gemessen an der Kennzahl Wohneinheiten (einschließlich Verwaltungsbestand) je Mitarbeiter wurde im Jahr 2009 ein Spitzenwert von 200 erreicht. Damit verbunden waren freilich erhebliche Funktionsdefizite der Organisation. Die Jahre danach waren von einem Personal-aufbau geprägt, der teils auf das Schließen der mit Clear Water gerissenen Personallücken, teils auf das Insourcing von Teilprozessen zurückzuführen ist.

Die entsprechenden Kennzahlen der Gagfah sind auf diesem Gebiet nicht direkt vergleichbar, da bei diesem Unternehmen über die Hausmeistertochter VHB in erheblichem Umfang Personal (vor allem Hausmeister) konsolidiert ist, das Leistungen erbringt, die die Deutsche Annington in der Vergangenheit von externen Anbietern zugekauft hat.

I.7.2 Mieterhöhungen und Leerstand

Bei der Bewirtschaftung der Mietwohnungen ist das Hauptziel die Steigerung der Mieteinnahmen bei gleichzeitiger Reduktion der Bewirtschaftungskosten. Sowohl bei der Erhöhung der Mieten als auch bei der Reduktion der Leerstandsquoten war die DAIG ähnlich wie die Gagfah bis 2008 sehr erfolgreich. Danach haben beide Unternehmen die Erfahrung gemacht, daß das Potential dieser beiden Werttreiber sich zunehmend erschöpfte. Die Leerstandsquoten stiegen im Geschäftsjahr 2009 an und zwar besonders sprunghaft bei der Deutschen Annington. Deren Leerstandsquote stieg in diesem Jahr gegenüber 2008 um zwei volle Prozentpunkte auf 5,9 Prozent. Dazu hat die nicht unproblematisch verlaufene Reorganisation im Jahr 2009 ihren Beitrag geleistet.

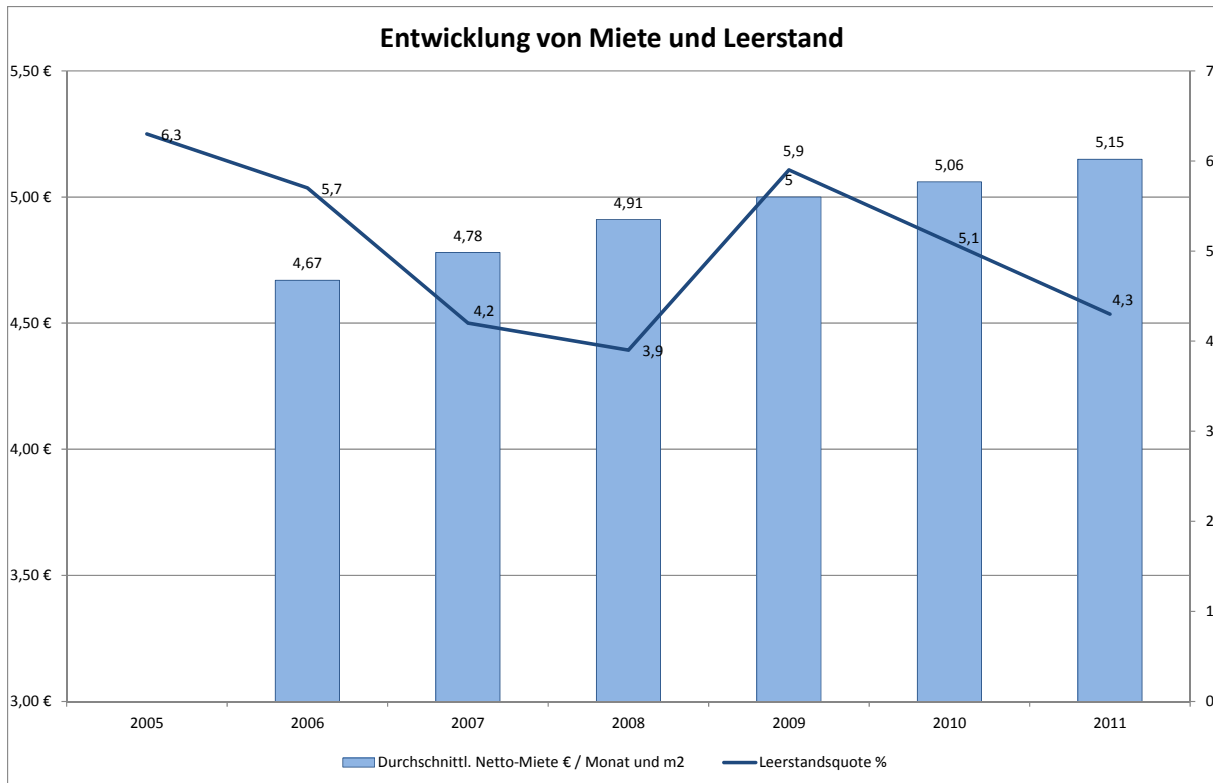


Abbildung B-10: Entwicklung der Leerstandsquote und der durchschnittlichen Nettokaltmiete bei der Deutschen Annington

Quellen: Geschäftsberichte

Mit Quoten um 1 Prozent liegt der Leerstand in den Münchener und Frankfurter Beständen der DAIG besonders niedrig. Die Region Ost ist dagegen abgesehen von Berlin von hohen Leerstandsquoten gekennzeichnet.

Die durchschnittliche Miete pro Monat betrug nach Angaben der DAIG im Jahr 2011 netto 5,15 €/m² (2010: 5,06 €/m²). Die Mieten der Deutschen Annington stiegen seit 2007 um 7,7 Prozent, während die Neu- und Wiedervermietungsmieten in diesem Zeitraum im Durchschnitt gemessen an den Zahlen des BBSR nur um 6,2 Prozent gestiegen sind. Generell haben Durchschnittswerte des gesamten DAIG-Konzerns aber nur eine begrenzte Aussagekraft, da sich die Zusammensetzung der Wohnungsbestände und die Marktbedingungen sowohl regional als auch in Bezug auf die einzelnen Objektgesellschaften deutlich unterscheiden.

Im Ruhrgebiet sind die Mieten für den größten Teil der Bestandsmieter in den ehemals preisgebundenen Beständen noch relativ niedrig. Sie können aufgrund der Kappungsgrenze ohne Verbesserungen nur begrenzt angehoben werden. Die Wohnungen sind aufgrund ihres relativ schlechten Zustandes an Mietermärkten auch nur schwer zu höheren Preisen neu vermietbar.

Die Entwicklung der Mieterlöse bei den wichtigsten NRW-Gesellschaften der DAIG war in den letzten Jahren sehr verhalten. Die Mieteinnahmen waren überwiegend rückläufig, bestenfalls konnten die Umsatzerlöse in realer Rechnung konstant gehalten werden.

I.7.3 An- und Verkaufsaktivitäten

Der Verkauf von Wohnungen gehörte von Anfang an zum Geschäftsmodell der DAIG. Im Vordergrund stand dabei die Begründung von Wohnungseigentum zum Zwecke der Einzelprivatisierung an Mieter, Selbstnutzer oder Kapitalanleger. Schon nach dem Kauf der Bahnwohnungsgesellschaften konzentrierte sich die DAIG auf die Einzelprivatisierung, die bei diesen Unternehmen besonderen vertraglichen Regelungen unterworfen war. Bei den Bahnwohnungen war die Mieterprivatisierung die einzige vertraglich zulässige Möglichkeit zur Realisierung von Veräußerungsgewinnen.

Der Fokus der Deutschen Annington auf die Einzelprivatisierung dürfte daneben mit den Beschränkungen zu erklären sein, die sich aus den Besonderheiten ihrer Fremdmittelaufnahme ergeben. Die Privatisierung von Wohnungen dient bei der DAIG vor allem der Erzielung von Veräußerungsgewinnen zur Tilgung der Inhaberschuldverschreibungen, die für die Zwecke der Verbriefung begeben worden sind. Davon abgesehen fällt bei Block- und Mehrfamilienhaus-Verkäufen erfahrungsgemäß die Gewinnmarge niedriger aus.

Die DAIG war mit ehrgeizigen Zielen für die Einzelprivatisierung gestartet, die in den ersten Jahren auch erfüllt wurden. Das von dem Viterra-Ankauf geprägte Geschäftsjahr 2005 brachte auch einen Rekord bei den Wohnungsverkäufen mit sich. Über 12.000 Wohneinheiten wurden verkauft, dies bei einem Anteil der nicht Privatisierungszwecken dienenden Hausverkäufe von knapp über 40 Prozent. Im Jahr 2006 lag die Brutto-Verkaufsquote bei 4 Prozent bei einem Privatisierungsanteil von 63 Prozent. In den folgenden Jahren gingen die Privatisierungs- und Bruttoverkaufsquoten allerdings deutlich zurück, wobei sich zuletzt der Anteil der privatisierten Einheiten an allen Verkäufen wieder deutlich erhöht hat. In der Nettobetrachtung ist der Wohnungsbestand der Deutschen Annington in den Jahren 2007 und 2009 leicht geschrumpft.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Wohnimmobilieneigenbestand (Anzahl WE zum 31.12.)	64.966	189.886	185.438	190.221	189.218	191.952	189.664	186.530
Wohnungsankäufe (rechtliche Übergänge, Anzahl WE)		137.298	3.311	8.007	1.364	4.566	0	0
Wohnungsverkäufe (gebuchte Verkäufe, Anzahl WE)	3.460	12.378	7.601	3.945	2.542	1.880	2.584	3.169
<i>davon Privatisierung</i>	2.985	7.072	4.763	2.599	1.417	1.620	2.164	2.503
<i>davon sonstige Verkäufe</i>	475	5.306	2.838	1.346	1.125	260	420	666
<i>Anteil Privatisierung an allen Verkäufen</i>	86,27%	57,13%	62,66%	65,88%	55,74%	86,17%	83,75%	78,98%
<i>Privatisierungsquote brutto</i>		10,89%	2,51%	1,40%	0,74%	0,86%	1,13%	1,32%
<i>Verkaufsquote brutto</i>		19,05%	4,00%	2,13%	1,34%	0,99%	1,35%	1,67%
<i>Verkaufsquote netto</i>		-192,29%	2,26%	-2,19%	0,62%	-1,42%	1,35%	1,67%
Erlöse aus Veräußerung, Mio. €			455	248	144	150	225	253
Erlöse aus Veräußerung, € pro WE			59.808	62.864	56.766	79.574	87.036	79.931
Buchwerte der abgegangenen Immobilien, Mio. €			323	173	94	103	154	188
Rohergebnis aus Vertrieb, Mio. €			131	75	51	47	72	65
Marge, Prozent			28,9	30,1	35,2	31,3	31,9	26

Tabelle B-9: Kennzahlen zu den Verkaufsaktivitäten der DAIG

Die rückläufigen Privatisierungs- und Verkaufszahlen könnten auf die Übernahme der Viterra zurückzuführen sein. Es gibt Anhaltspunkte dafür, daß das Viterra-Portfolio weniger für Einzelprivatisierungen geeignet war als die zuvor erworbenen Bestände. Daß die Verkaufsquoten in einem statischen Portfolio mit der Zeit zurückgehen ist allerdings eine Art Naturgesetz. Es scheint, daß die Privatisierungserfolge aus den Viterrabeständen bereits nach zwei Jahren wegen eines Mangels an privatisierungsgerechten Objekten abgeebbt sind.

Der Markt war durch das große Angebot seitens der Viterra in den Vorjahren sowie parallele Angebote von Immeo und anderen Anbietern bereits so weit gesättigt, daß sich keine guten Margen mehr erzielen ließen. Unter diesen Bedingungen konnten oft nicht alle Wohnungen aus den Objekten in angemessener Frist veräußert werden. Daraus ergeben sich hohe Folgekosten für die Verwaltung und Zielkonflikte. Offenbar wurden beim Kauf der Viterra wesentlich höhere Privatisierungspotentiale erwartet. Die Absatzziele wurden dementsprechend im Vollzug mehrfach nach unten korrigiert.

Im Vergleich mit der Gagfah ergeben sich auch auf diesem Gebiet große Unterschiede. Während die Privatisierungen bei der Annington das Verkaufsgeschehen bestimmen, spielen sie bei der Gagfah keine so wichtige Rolle. Neben diesen Unterschieden in der Zusammensetzung der veräußerten Bestände fällt ins Auge, daß der Bestand der Gagfah in den letzten Jahren deutlich geschrumpft ist, während sich die Zahl der von der Annington gehaltenen Wohnungen seit 2007 mit geringen Schwankungen um die 190.000 Einheiten bewegt.

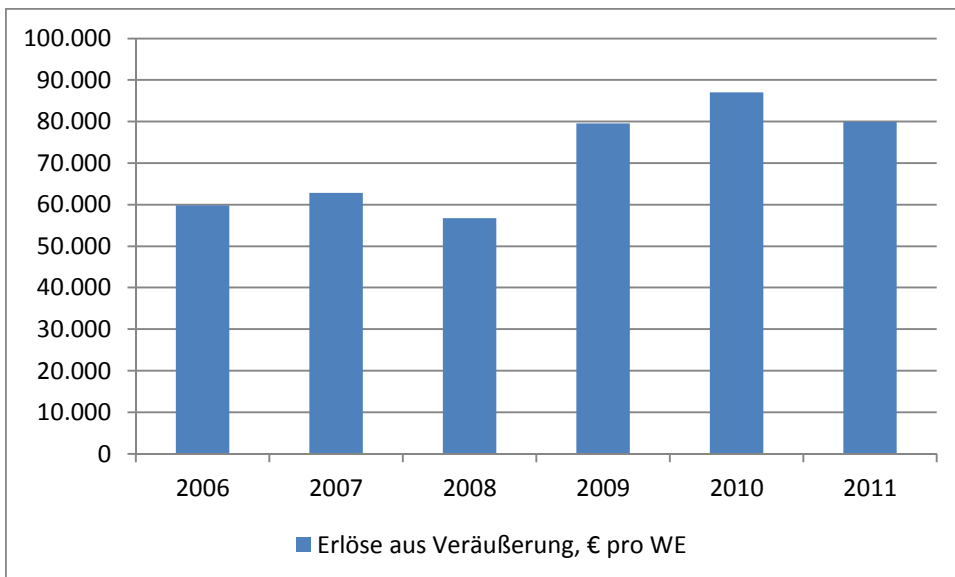


Abbildung B-11: Erlöse aus der Veräußerung von Wohnungen der Deutschen Annington 2006-2011

Quellen: Geschäftsberichte

Nach der Viterra-Übernahme hat sich die Transaktionsaktivität bei der Deutschen Annington beruhigt. Per saldo ist der Wohnungsbestand seit 2005 um 3.356 Einheiten geschrumpft.

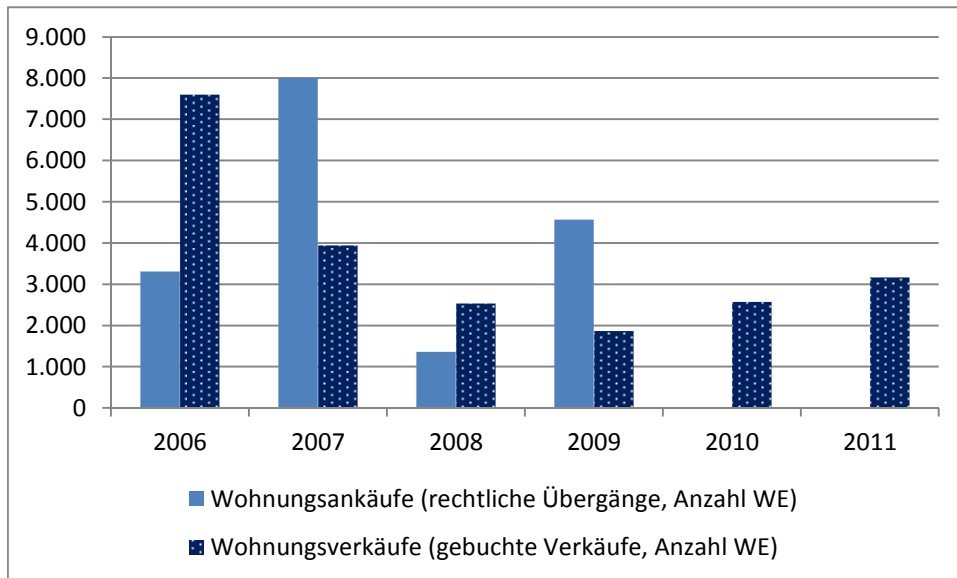


Abbildung B-12: Wohnungsan- und -verkäufe der Deutschen Annington seit 2006

Bei der Deutschen Annington sind die Verkäufe sehr ungleichmäßig auf die einzelnen bestandshaltenden Gesellschaften verteilt. Einzelne Gesellschaften, die an prosperierenden Märkten agieren, haben hohe Verkaufsquoten realisiert. In Fällen, wo eine hohe Verkaufsquote mit einer geringen durchschnittlichen Marge einhergeht (Beispiel EWG Regensburg) handelt es sich möglicherweise um Portfoliobereinigungen. Im allgemeinen weichen die pro Wohnung erzielten Rohergebnisse sehr stark voneinander ab. Die höchsten Margen wurden bei Verkäufen in Frankfurt und München erzielt. Es ist anzunehmen, daß die Verkaufsobjekte bestimmte Zielmargen erfüllen müssen, wobei allerdings für Portfoliobereinigungen Ausnahmen zulässig sein dürften.

I.7.4 Geschäftsprozeßneugestaltung

Das größte BPR-Projekt der Deutschen Annington war die im Jahr 2009 unternommene *Clearwater*-Umstrukturierung.

Clear Water in nuce:

- Abschaffung der Regionalgesellschaften
- Bundesweites Call Center
- Digitalisierung
- Personalabbau: 300 Mitarbeiter
- Teilprozesse statt Ganzheitlichkeit
- Ticket-System im Außendienst

Unter der Leitung von Volker Riebel (von 2001 bis 2006 Vorsitzender der Geschäftsführung der Deutschen Annington) waren sowohl Exit- als auch Expansionsstrategien erwogen worden. Wiederholt hatte Riebel einen Börsengang der Deutschen Annington 2007 oder 2008 als eine mögliche Exit-Option bezeichnet. Der seinerzeit als erfolgreich angesehene Börsengang der Gagfah im Oktober 2006 mit einem Preisaufschlag von 34 Prozent auf den Net Asset Value hat insoweit Modellcharakter gehabt. Nach Informationen aus Finanzmarktkreisen hat Terra Firma unter anderem mit der Deutschen Bank und Morgan Stanley Gespräche über eine Begleitung des erwogenen Börsengangs geführt.⁴⁵ Erwogen wurde offenbar ein Teil-Exit über die Börse.⁴⁶ Ende September 2006 hatte Riebel angekündigt, in den nächsten Jahren weitere 270.000 Wohnungen erwerben zu wollen (Haimann 2006). Ihm ging es darum, die Marke von einer halben Million Wohnungen im Bestand zu übertreffen. Insoweit könnte man von einer unfokussierten Wachstumsstrategie sprechen. Möglicherweise sollten anders als bei der Gagfah die Einnahmen aus dem Börsengang für weitere Zukäufe von Wohnungen verwendet werden.

Das sich verschlechternde Kapitalmarktumfeld hat die ambitionierten Pläne Riebels rasch zunichte gemacht. Wegen der Zurückhaltung der Investoren erschien ab Sommer 2007 weder ein Börsengang noch die Gewinnung weiterer Fondsinvestoren für REPE-Fonds aussichtsreich.

Im Verlauf des Jahres 2007 wurde außerdem deutlich, daß der Strategiebaustein der umfangreichen Einzelprivatisierungen die optimistischen Erwartungen nicht erfüllen würde. Die im folgenden Jahr vorgenommenen Umbuchungen aus dem Privatisierungs- in das Bestandsportfolio sind Ausdruck dieser Erkenntnis.

In dieser Situation besann sich die Deutsche Annington auf ihre verbliebenen Stärken. Das größte Wohnungsunternehmen Deutschlands mit günstigen Finanzierungsbedingungen und sicheren Mieteinnahmen schien ein ideales Objekt für weitere radikale Rationalisierungsschritte zu sein. Im Jahr 2008 begannen die Vorbereitungen für ein ehrgeiziges Umstrukturierungsprojekt mit der Bezeichnung „Clear Water“ (intern auch „neue Welt“ genannt). Die erst 2006/2007 geschaffenen Regionalgesellschaften wurden wieder abgeschafft. Das Ziel der größeren Kundennähe durch eine regionale Aufstellung wurde zugunsten einer dezidierten Zentralisierung der Verwaltungsfunktionen aufgegeben. Im Fokus stand nun die Hebung von Rationalisierungspotentialen und vor allem die Senkung der Personalkosten. Bei Clear Water handelt es sich um eine umfassende Umstrukturierung des Unternehmens auf der operativen Ebene. Unter anderem wurde ein bundesweites Call-Center eingeführt und die Mieterakten wurden vollständig digitalisiert.

⁴⁵ Haimann 2006.

⁴⁶ Beim Gagfah-Börsengang sind für 20 Prozent der Aktien 853 Mio. Euro eingenommen worden.

Als Modell für Clear Water haben nicht zuletzt neue Organisationsformen in der Versicherungswirtschaft gedient. Moderne Versicherungsunternehmen praktizieren eine sehr effiziente Arbeitsteilung zwischen Front- und Back-Office. Eigens für das Clear Water-Projekt hat die DAIG eine Führungskraft aus der Versicherungswirtschaft verpflichtet.

In der eigenen Darstellung des Konzepts bemühte sich die Deutsche Annington zunächst darum, die positiven Folgen für die Mieter in den Vordergrund zu stellen: „Kernpunkte der neuen Organisation sind ein Mietercenter mit einer bundesweit einheitlichen Telefonnummer für alle Mieteranfragen, ein Servicecenter für die Abwicklung von Standardvorgängen wie Nebenkostenabrechnungen sowie eine neue, schlagkräftige Außendienstorganisation, die sich ganz auf den Mieterservice vor Ort konzentrieren wird.“⁴⁷

Daß es nicht einfach um mehr Service, sondern in erster Linie um die Verbesserung der Wirtschaftlichkeit ging, verschwieg die DAIG aber nicht: „Wir werden durch die neue Organisation deutlich leistungsfähiger und wirtschaftlicher. Wir werden unseren Kunden eine hohe Erreichbarkeit bieten und dafür sorgen, daß die allermeisten ihrer Anfragen bereits beim ersten Anruf geklärt werden können. Wir gehen damit neue Wege in der Wohnungswirtschaft.“⁴⁸

Der Bochumer Ver.di Sekretär Gerd Vatterot sprach von dem „radikalsten Umbau eines deutschen Wohnungsunternehmens bislang“.⁴⁹ Die einmaligen Kosten des Clear Water-Projekts wurden einschließlich der Abfindungen für freigesetzte Mitarbeiter auf 70 Mio. Euro kalkuliert.⁵⁰ Nach Information aus der Belegschaft sollten damit 50 Millionen Euro Kosten im Jahr eingespart werden.

Der Vollzug der Rationalisierungsmaßnahmen glich einem großen Sprung nach vorn. Mit einer um 300 Beschäftigte ausgedünnten Belegschaft⁵¹ wurde ohne ausreichende Schulung und mit noch unerprobter Technik über Nacht die industrielle Revolution der Wohnungsverwaltung probiert. Die Pannenserie war vorprogrammiert. Die überforderten Mitarbeiter an den Telefonen und im Außendienst bekamen die volle Wucht des Mieterärgers ab.

Der Großteil des Stellenabbaus erfolgte „über freiwillige Maßnahmen“. Der Sozialplan sah nach der Dauer der Betriebszugehörigkeit gestaffelte Abfindungen vor. Außerdem wurde eine Transfergesellschaft eingerichtet. Betriebsrat und Gewerkschaft gelang es ferner, eine Bezahlung nach dem Tarif der Wohnungswirtschaft durchzusetzen. Die Zahl der Leiharbeiter wurde

⁴⁷ DAIG: Deutsche Annington investiert 70 Millionen Euro in neue Organisation des Unternehmens http://www.deutsche-annington.com/pressemitteilung/da_pressemitteilung_de_463741.html .

⁴⁸ Wijnand Donkers ebendort.

⁴⁹ http://www.mieterforum-ruhr.de/de/themen/fondsvermieter/index.php/art_00001919

⁵⁰ Escher 2009.

⁵¹ Zunächst war die Entlassung von 400 der 1.400 Mitarbeiter geplant. <http://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/annington-streicht-400-stellen;2059171> . Der Betriebsrat konnte aber eine Reduktion der Stellenstreichungen erreichen.

auf fünf Prozent der Belegschaft und die Samstagsarbeit auf maximal 10 Tage im Jahr begrenzt.⁵²

Clear Water war eine auf die Informationstechnik gestützte Totalrevision des arbeitsteiligen Prozesses der Wohnimmobilienbewirtschaftung. Bestehende Aufgabenzuschnitte, Arbeitszusammenhänge, Raumbezüge und Kundenschnittstellen wurden radikal in Teilprozesse zergliedert und dann zu neuen Prozessen zusammengesetzt.

Die Rationalisierung der vielfältigen Aufgaben der Wohnungsverwaltung sollte aufgrund der Ausnutzung von Skaleneffekten, dem effizienteren Einsatz der Arbeitskräfte, des Abbaus „unproduktiver Leerläufe“ und nicht kontrollierbarer Kommunikationsprozesse, der Intensivierung der Kontrolle, der Einpassung der Kunden in ein zeitoptimiertes Bearbeitungssystem und der Verlagerung von Leistungen auf die Mieter zu spürbaren Produktivitätssteigerungen führen.

Vor der Clear Water-Revolution war die Transformation der Deutschen Annington von einem klassischen Wohnungsunternehmen zu einer hypereffizienten Verwaltungsmaschine noch nicht abgeschlossen. Die Aufgabenzuschnitte waren zwar schon lange nicht mehr ganzheitlich wie bei Kleinvermietern. Auch in der eigentlichen Wohnungsverwaltung wurden spezifische Aufgaben von hochspezialisierten zentralen Abteilungen erledigt: das Rechnungswesen, die Wohnungseigentumsverwaltung und das Reparaturmanagement. Gleichwohl gab es im Bereich der unmittelbaren Schnittstellen zu den Mietern und zu den Gebäuden noch Reste einer ganzheitlichen Perspektive, die sich an der Komplexität der Wohnimmobilie, ihren Raumbezügen und den persönlichen Bezügen der Organisation zu den Mietern orientierte.

Die Umstrukturierung hat die Raumbezüge des Unternehmens radikal verändert. Die Regionalgesellschaften hatten weitreichende Zuständigkeiten für die in ihr Zuständigkeitsgebiet fallenden Bestände. Sie waren unter anderem für die Verwaltung der einzelnen Wohnstandorte, die Vermietung, den Reparaturservice, die Auftragsvergabe, die Portfoliobewertung und die Privatisierungsprüfung zuständig. Die Geschäftsführer dieser Regionalgesellschaften waren auch Ansprechpartner für Mieterorganisationen und Gebietskörperschaften. In der alten Konzernstruktur spielten die Regionalgesellschaften also die Rolle einer standortnahen Koordinationsstelle zwischen den Interessen der Eigentümer und denen der sonstigen Stakeholder. Nach der Auflösung dieser Struktur ist die DAIG nun viel stärker zentralisiert.⁵³ Viele Entscheidungen werden nun räumlich und sachlich mit weniger Bezug zu den betroffenen Stakeholdern getroffen. Das Verhältnis der Organisation zu den Stakeholdern wurde anonymer.

⁵² Betriebsrat kann bei Annington 152 Stellen retten, Thomas Aschwer RN 22. April 2009 <http://www.ruhrnachrichten.de/lokales/bochum/Bochum-Betriebsrat-kann-bei-Annington-152-Stellen-retten;art932,542254> .

⁵³ Nach Auskunft der Gesellschaft sind trotz der Konzentration auf den Standort Bochum die Geschäftsführungen der regionalen Verwaltungsgesellschaften in einem gewissen Sinne beibehalten worden. Allerdings hat sich die Funktion der Geschäftsführungen der regionalen Verwaltungsgesellschaften geändert. Früher waren die Regionalgesellschaften autarke Portfolio- und Bewirtschaftungseinheiten. Heute nehmen sie nur noch die Eigentümerrolle, aber nicht mehr die Bewirtschafteterrolle wahr.

Vor der Clear Water-Revolution gab es für die Mieter verschiedene mehr oder weniger feste Ansprechpartner, z.B. für Reparaturen oder bei der Anmietung einer Wohnung. Mit Clear Water wurden diese ganzheitlichen Funktionen in Teilprozesse aufgelöst und in eine informationstechnische Struktur eingepaßt. Die Mieter haben es nun mit wechselnden Ansprechpartnern zu tun. Es handelt sich also um eine Entpersonalisierung des Kundenbezugs. Wenn diese für die Mieter nun anonymere Organisation außerdem schwer erreichbar ist, in vielen Fällen träge oder gar nicht reagiert, bei komplexeren Problemen planlos und unkoordiniert vorgeht und den Mietern mit immer neuen Stimmen oder Gesichtern gegenübertritt, dann kann bei den Betroffenen leicht ein Gefühl der Hilflosigkeit aufkommen.

Im nachhinein betrachtet war Clear Water ein Desaster. Es stellte sich heraus, daß das Customer Care Center angesichts seiner Aufgaben nachhaltig unterbesetzt war. Man kann darüber diskutieren, ob dies ein Planungsfehler war oder der Versuch, einen Teil der vorhandenen Mitarbeiter durch billigere Kräfte ersetzen. Jedenfalls ist man bei dem mit Clear Water verbundenen Personalabbau deutlich übers Ziel hinausgeschossen. Als die Probleme unbeherrschbar zu werden drohten, behalf man sich vorübergehend mit Leiharbeitnehmern, die per Arbeitnehmerüberlassung von den Call Center-Betreibern TECTUM und TAS ausgeliehen wurden. Später hat man einen Teil dieser Kräfte in ein festes Arbeitsverhältnis übernommen. Diese Mitarbeiter werden jetzt besser bezahlt als früher bei TECTUM oder TAS, aber ihre Vergütung bewegt sich immer noch deutlich unter dem Tarifvertrag der Wohnungswirtschaft.

Die Verantwortlichen bei der Deutschen Annington haben die Probleme bei der Umsetzung des BPR-Projektes Clear Water analysiert und daraus wiederum Schlußfolgerungen mit weitreichenden Konsequenzen für die Aufbau- und Ablauforganisation des Unternehmens gezogen. Eine überraschende Konsequenz ist die Entscheidung, bis 2012 einen eigenen Hausmeisterservice mit fast 400 Objektbetreuern aufbauen zu wollen.

Die Objektbetreuer werden vor Ort direkte Ansprechpartner für die Kunden der Deutschen Annington sein. Darüber hinaus werden sie als „Qualitätsmanager“ die Arbeit der Dienstleister kontrollieren, die für die Deutsche Annington in den Siedlungen tätig sind. Um dafür die Qualifikation zu verbessern, ist für die Objektbetreuer künftig eine IHK-zertifizierte Fortbildung geplant.⁵⁴

Die Hausmeisterleistungen waren bisher fremdvergeben an Spezialdienstleister wie B&O (<http://www.bo-wohnungswirtschaft.de/>), Gegenbauer Bosse oder Dussmann. Diese großen Anbieter sind nicht Mitglied im Arbeitsgeberverband und sie können deshalb ohne Tarifbindung agieren. Es gibt bei ihnen auch keine Betriebsräte.

Bei dem Aufbau des eigenen Hausmeisterservice handelt es sich also um eine Insourcing-Maßnahme der DAIG. Es handelt sich außerdem um einen Bruch mit einer „Tradition“ des Unternehmens, denn schon zu Viterra-Zeiten wurden die Hausmeisterservices überwiegend am Markt eingekauft. Das Argument der Kosteneinsparung durch Outsourcing auf diesem

⁵⁴ http://www.deutsche-annington.com/de/pressemitteilung/da_web_pressemitteilung_de_610028.html

Gebiet (niedrigere Lohnkosten, economies of scale) ließ sich nicht leicht von der Hand weisen. Der Hausmeister ist inzwischen in der Wohnungswirtschaft zu einer „aussterbenden Art“ geworden, weil auch kommunale und genossenschaftliche Anbieter auf diesen Zug aufgesprungen sind. Auf diese Weise ist inzwischen ein großer Markt für Hausmeisterdienstleistungen entstanden. Die Anbieter bieten neben Hausmeisterservices auch andere Dienstleistungen wie Sicherheitsdienstleistungen oder Gebäudereinigung an („Alles aus einer Hand“ oder „Integriertes Facility Management“). Der eigene Hausmeister ist verglichen mit solchen Angeboten wesentlich teurer, denn er ist nach dem Tarifvertrag für die Wohnungswirtschaft zu bezahlen, wo es eigene Entgeltgruppen für Hausmeister gibt.

Das Fehlen von Hausmeistern bei der Viterra wurde aber aus der Sicht der Mieter ein Stück weit dadurch kompensiert, daß es standortnahe Niederlassungen gab, die über kaufmännisch und technisch geschulte Mitarbeiter verfügten, die entsprechende Aufträge auslösen konnten. Mit Clear Water sind diese standortnahen und objektbezogenen Strukturen einer dezentralisierten Wohnungsverwaltung aber zerschlagen worden. Das Ticket-System in Verbindung mit der Beauftragung von externen Anbietern hat sich offenbar nicht bewährt und darin liegt nach Einschätzung der Gutachter der Grund für die Wiederentdeckung des Hausmeisters. Damit wird das Clear Water-Projekt in einem entscheidenden Aspekt rückgängig gemacht. Mit der Wiedereinführung der Hausmeister werden die Erreichbarkeit und die Ansprechbarkeit vor Ort verbessert. Davon abgesehen können die Hausmeister Kleinreparaturen durchführen und dies möglicherweise kostengünstiger als bei Fremdvergabe.

Ein weiteres Insourcing-Projekt betrifft ein Joint Venture für die Durchführung von Handwerkerleistungen (zum Beispiel Maler-, Klempner-, Maurer- und Glaserarbeiten), welches gemeinsam mit dem Partner B&O vorbereitet wurde. Von dem Projekt verspricht man sich schnellere Antwortzeiten, eine friktionsfreiere Prozeßkette und Qualitätssteigerungen, z.B. bei der Gebäudereinigung.

Schließlich hat die Deutsche Annington ab dem 1.1.2012 infrastrukturelle Dienstleistungen außerhalb der Gebäude wie Gartenarbeiten, Winterdienst, Straßen-, Gehweg- und Hausreinigung bei dem Dienstleister Alba Facility Services gebündelt. Verträge mit rund 80 einzelnen Dienstleistern wurden damit ersetzt. Von dem Wegfall der vielen Schnittstellen verspricht man sich eine deutliche Qualitätssteigerung. Alles in allem erwartet die Deutsche Annington von den neuerlichen Umstrukturierungen eine Kostenersparnis zwischen 10 und 20 Prozent.

Für die im Spätsommer 2011 angekündigte dezentrale „Objektbetreuer-Organisation“ (Hausmeister) und den Joint-Venture für Reparaturarbeiten wurden bereits mindestens zwei möglicherweise regional fokussierte Gesellschaften gegründet, die sich „auf dem Gebiet der technischen Objektbetreuung durch Erbringung von immobilienbezogenen Serviceleistungen, die üblicherweise einem Hausmeister obliegen, insbesondere Kleininstandhaltungsarbeiten innerhalb und außerhalb eines Wohn- oder Gewerbegebäudes“ betätigen sollen.⁵⁵

⁵⁵ Die Deutsche Annington Immobilienservice West GmbH, Bochum und Die Deutsche Annington Immobilienservice GmbH, München.

Außerdem wurde die im Frühjahr 2011 neu gegründete „Deutsche Wohn-Inkasso GmbH, Bochum“ bereits ab August 2011 auf dem Gebiet der Eintreibung von Mietrückständen tätig. Auch aus solchen internen Funktionsauslagerungen können sich Folgen ergeben, die nicht unbedingt im Sinne der Mieter oder der Beschäftigten sind, denn die Verselbständigung der Funktion (hier: Inkasso) löst diese aus ihren Prozeßbezügen heraus.

Nach Angaben der Deutsche Annington erfolgen Zahlungserinnerungen nur noch über die neue Tochtergesellschaft. Eine kostenfreie Zahlungserinnerung (wie bei anderen Unternehmen üblich) gibt es nicht. Für die erste Mahnung wird eine Mahngebühr von 4,50 Euro in Rechnung gestellt und für die zweite Mahnung fallen nach Angaben des MieterInnenvereins Witten und Umgebung e.V. mindestens 49,50 Euro an Gebühren an.

Man kann die These vertreten, daß die mit Clear Water verbundene Strategie der Deutschen Annington weitgehend gescheitert ist. Das trifft auf das strategische Ziel der Zentralisierung ebenso zu wie auf den radikalen Personalschnitt. Das gesteht das Unternehmen mit den gewählten Gegenmaßnahmen (Personalaufstockung im Customer Care-Bereich, Einführung eigener Hausmeister) im Grunde auch selber ein.

Die Korrekturmaßnahmen waren notwendig, um die Funktionsfähigkeit des Unternehmens als Organisation wiederherzustellen. Die herrschenden Zustände wären selbst bis 2013 nicht mehr durchzuhalten gewesen. Allein 2 Prozentpunkte Leerstandsteigerung im Geschäftsjahr 2009 sind Clear Water zuzurechnen. Clear Water hat die Zuordnung von Mitarbeitern zu Objekten und Vorgängen aufgehoben. Für die Mieter gab es keine festen Ansprechpartner mehr und bei der Abwicklung von Neuvermietungen kam es zu erheblichen Verzögerungen. Die entstandenen Probleme waren mit den vorhandenen, im Zuge von Clear Water geschaffenen Strukturen nicht lösbar.

I.7.5 Clear Water und die Mieter

Nach der Umstellung des gesamten Mieterservice auf das Customer Care Center im Juni 2009 kam es zu zahlreichen Mieterbeschwerden wegen langer Wartezeiten, unerledigter Zusagen und nicht eingehaltener Absprachen. Ab Juli 2009 war die Presse voller Berichte über schlechte Erfahrungen mit dem Annington-Callcenter.

Die Erreichbarkeit des Callcenters unterlag streckenweise erheblichen Einschränkungen. In vielen Fällen wurden vereinbarte Maßnahmen gar nicht oder nur häppchenweise erledigt. Reparaturen wurden oft unvollständig durchgeführt. Die angereisten Mitarbeiter des Field Service waren nicht selten mit unzureichenden Aufträgen ausgestattet. Mieten wurden falsch abgebucht. Auf schriftliche Eingaben erfolgte zum Teil keine Reaktion. Besonders ärgerlich

für die Betroffenen waren die bei Umzügen oder Neuvermietungen zutage tretenden Organisationsmängel.

Katja Weisker, die Pressesprecherin der DAIG rechtfertigt die Probleme immer wieder mit „Anlaufschwierigkeiten“, die bald behoben seien. So auch gegenüber der WAZ im August 2009: „Im Moment gibt es nach unserer Neuorganisation noch Anlaufschwierigkeiten. Aber dafür gibt es auch gute Gründe. ... Wir sind noch in der Einarbeitungsphase. Aber es wird von Tag zu Tag besser.“⁵⁶ Die Anlaufschwierigkeiten waren aber offensichtlich auch Anfang Oktober 2009 noch nicht behoben. So wurden Anrufe von Mietern aus Witten einfach abgelehnt. Laut Weisker sei wirtschaftlicher Druck nicht der Grund für die Umstrukturierung gewesen. Vielmehr habe man aufgrund von Mitarbeiterhinweisen sowie einer Kunden- und Mitarbeiterbefragung festgestellt, „daß Kunden mit unserer Erreichbarkeit unzufrieden waren. Das Ergebnis war, daß wir unsere Standards als Dienstleister deutlich verbessern können und wollen.“

Es folgen einige Beispiele zu den mit Clear Water erreichten Standards.

I.7.5.1 Wartezeiten und Nicht-Reaktion

Sehr viele Mieter haben sich über lange Wartezeiten in der Warteschleife und die effektive Wirkungslosigkeit ihrer Anrufe beklagt. So eine Mieterin aus Bochum: „12 Minuten habe ich in der Warteschleife gehangen, bevor die Verbindung getrennt wurde, und das mehrmals! Und wenn ich mal jemand erreicht habe, hieß es ‚ich gebe das weiter‘ und das war es dann.“ Frau B. aus Witten hing im Juni 2009 bis zu 20 Minuten in der Warteschleife. Wenn sie schließlich jemanden erreichte, wurde sie wie folgt beschieden: „Das kann ich nur weiterleiten. Mit höchster Priorität.“

Ein Mieter aus Gelsenkirchen-Hassel: „Unsere Gelben Tonnen quellen seit Wochen über. Ich habe die Annington angerufen und sie gebeten, beim zuständigen Entsorger bitte eine Sonderleerung zu beantragen.“ Nichts sei geschehen.⁵⁷

Für die Behandlung der Anliegen macht ihre Dringlichkeit offenbar keinen Unterschied. Einer Mieterin aus Duisburg war ein Teil des Fensters herausgefallen. „Da braucht man manchmal 45 Minuten, bis man durchkommt, weil man zwischendurch einfach abgehängt wird“, berichtete sie in der Presse.⁵⁸

Eine gehbehinderte Mieterin aus Gelsenkirchen konnte wochenlang nicht in ihr Auto steigen, weil der Zugang völlig zugewuchert war. „Da hing ich erst mal eine halbe Stunde in der War-

⁵⁶ Deutsche Annington bezieht Stellung zu Kritik der Mieter, WAZ Gelsenkirchen, 25.08.2009, Tina Bucek <http://www.derwesten.de/nachrichten/staedte/gelsenkirchen/2009/8/25/news-130579111/detail.html> .

⁵⁷ Mieter sind unzufrieden, Der Westen, Gelsenkirchen, 10.08.2009, Tina Bucek <http://www.derwesten.de/nachrichten/staedte/gelsenkirchen/2009/8/10/news-128687753/detail.html> .

⁵⁸ Neues Küchenfenster läßt auf sich warten, Der Westen Duisburg Süd, 12.08.2009, Martin Kleinwächter <http://www.derwesten.de/nachrichten/staedte/duisburg/sued/2009/8/12/news-128875282/detail.html> .

teschleife, bis ich überhaupt jemanden an der Strippe hatte. Der hörte sich meine Beschwerde an und versprach, man werde die Sache weiterleiten. Vor Wochen war das.“⁵⁹

Ein andere Mieterin berichtet: „Ich habe da mal an einem Samstag morgen angerufen, weil die Heizung ausgefallen war. Da wurde ich richtig angemacht, weil ich es gewagt hatte, am Wochenende anzurufen. Aber wozu sonst ist eine Hotline denn da?“ Grund zur Beschwerde hat die Mieterin genug. Das ganze Haus macht einen ungepflegten Eindruck: Der Rasen ist seit Wochen nicht gemäht, aus allen Ritzen der Gehwege sprießt das Unkraut, der Sandkasten, in dem ihre kleine Tochter gerne spielen würde, ist ebenso überwuchert wie die Dachrinne, im Keller stapelt sich der Müll ebenso wie auf dem Dach des Anbaus. „Da kümmert sich kein Mensch mehr drum, dabei zahlen wir genausoviel für die Gartenpflege wie früher.“

Auf die Welle von Beschwerden in den Lokalteilen der Regionalzeitungen reagierte die Annington-Sprecherin regelmäßig, indem sie erst einmal offensichtliche „Pannen“ bedauerte und „schnellste Abhilfe“ versprach. Was denn auch, wenn die Zeitungen an einem Fall „dran“ waren, des öfteren geschah. Gelegentlich wurde Verständnis für die Mieter geäußert: „Ich kann verstehen, daß langjährige Mieter sich an die Kundenbetreuer gewöhnt haben. Da fällt die Umstellung nicht leicht.“ Zu den langen Wartezeiten meinte Weisker Ende August 2009: „Und was auch richtig ist: Viele Dinge haben sich noch nicht ganz eingespielt. Die Wartezeiten in der Telefonschleife waren anfangs sehr lang, aber sie werden von Tag zu Tag kürzer und liegen jetzt bei ein bis zwei Minuten.“⁶⁰

Im Oktober berichteten Mieter in Witten, daß die Wartezeiten inzwischen tatsächlich rückläufig seien. Dafür werde man aber nach einiger Zeit einfach abgehängt. Eine Mieterin berichtete: „Ich weiß nicht mehr wie oft ich da angerufen hab. Oft habe ich nach 20 Minuten Warten aufgegeben. Inzwischen kommt man schneller durch. Aber dann wird einfach der Hörer daneben gelegt.“

Wer sich für andere Möglichkeiten entschied, um mit seinem Vermieter in Kontakt zu treten, dem blieben frustrierende Erfahrungen gleichfalls nicht immer erspart. Auch e-mails und Schreiben von Mietern und Mietervereinen blieben unbeantwortet und unerledigt.⁶¹

I.7.5.2 Reparaturmanagement

Einer der häufigsten Gründe für einen Anruf beim Vermieter ist ein Schaden in der Wohnung, also ein Mangel oder eine dringende Reparatur. Ein Callcenter mit notorisch langen Wartezeiten und unsicheren Aussichten auf Durchstellung schreckt die Mieter davon ab, Schäden überhaupt zu melden.

⁵⁹ Mieterin beklagt Wildwuchs, Der Westen Gelsenkirchen, 29.07.2009, Tina Bucek <http://www.derwesten.de/nachrichten/staedte/gelsenkirchen/2009/7/29/news-127632311/detail.html> .

⁶⁰ Deutsche Annington bezieht Stellung zu Kritik der Mieter. Der Westen Gelsenkirchen, 25.08.2009, Tina Bucek <http://www.derwesten.de/nachrichten/staedte/gelsenkirchen/2009/8/25/news-130579111/detail.html> .

⁶¹ Neuer „Service“ bringt Ärger, WAZ Dortmund, 29.07.2009, Gregor Beushausen <http://www.derwesten.de/nachrichten/staedte/dortmund/2009/7/29/news-127644137/detail.html> .

Bei der Deutschen Annington werden Reparaturaufträge oft in viele kleine Teiljobs aufgespalten. Wegen der Fixierung auf die telefonische Abwicklung, der formalisierten Eingabestrukturen des EDV-Systems und dem Drängen auf eine möglichst schnelle Abarbeitung einzelner Aufträge geht der Blick für die Zusammenhänge mitunter verloren. Es kommt so gut wie nicht vor, daß Mängel vor Ort bei den Mietern in Ruhe aufgenommen und anschließend die notwendigen Maßnahmen systematisch veranlaßt werden. Die Mitarbeiter des Field Service schauen sich nur das an, was in ihrem Auftrag steht. Nicht selten bringen Handwerker einzelne Ersatzteile vorbei, nur um festzustellen, daß sie gar nicht ohne weiteres montiert werden können. Bei komplexen Reparaturen werden mitunter Dutzende von Anfahrten in Kauf genommen.

Fallbeispiel aus Bochum⁶²

Emma P. aus Weitmar-Bärenndorf in Bochum ist sauer. Vor fast einem Jahr gab es in ihrem Keller nach starken Regenfällen einen Wassereinbruch. Ein Springrollo, mehrere Schränke und 50 Umzugskisten, die dort gelagert waren, wurden dadurch unbrauchbar. Gesamtschaden: 285,96 Euro. Die Ursache war ein defektes Regenrohr. Da sich das Leck vorher nicht bemerkbar gemacht hatte, weigerte sich die Deutsche Annington, den Schaden zu begleichen. Seit einem Jahr wartet die Mieterin allerdings auch vergeblich auf die Reparatur des Kellers. Halbherzige Abdichtungsversuche blieben erfolglos.

Wegen ständiger Lärmbelästigungen und zugiger Fenster mindert Emma P. seit März 2009 die Miete um 10 Prozent. Da die Deutsche Annington trotzdem weiter den vollen Betrag abbuchte, kündigte sie die Einzugsermächtigung und zahlt seither wieder per Überweisung. Ständige Zahlungserinnerungen verbunden mit der Darstellung der Vorteile der Erteilung einer Einzugsermächtigung waren die Folge. Die Beseitigung der Mängel wurde dagegen nicht in Angriff genommen. Am 20. Juli kam es endlich zu einer Ortsbesichtigung, bei der Schäden im Keller, an den Fenstern und an der Wohnungstür festgestellt wurden. Während bei Tür und Fenstern Abhilfe zugesagt wurde, wollte die Deutsche Annington den Schaden im Keller offenbar nicht beseitigen.

Doch auch auf die versprochene Abhilfe wartet Emma P. seither vergeblich: „Am 10. August hab ich die Servicenummer angerufen, da sagte man mir, es sei noch gar kein Auftrag erteilt worden. Am gleichen Tag war ein Schreiner hier, der hat aber die Wohnungstür in der Nachbarwohnung ausgewechselt. Als ich ihn angesprochen habe, sagte er auch, er habe keinen Auftrag für meine Wohnung und ohne Auftrag könne er nichts machen.“ Weitere Anrufe im Customer Care Center blieben erfolglos.

⁶² Deutsche Annington: Kein Service unter dieser Nummer, Mieterforum Ruhr 01.09.2009
http://www.mieterforum-ruhr.de/de/themen/fondsvermieter/index.php/art_00001990 .

I.7.5.3 Probleme bei der Neuvermietung

Vor allem bei Neuvermietungen zeigten sich für die Kunden die nachteiligen Auswirkungen der neuen Organisationsstruktur. Die Mieter sind in diesen Fällen auf die pünktliche Ausführung vereinbarter Renovierungs- und Reparaturarbeiten, eine pünktliche Wohnungsübergabe, usw. angewiesen. Für die Verwaltung stellt die Neuvermietung eine relativ komplexe Aufgabe dar, die eigentlich eine Betreuung aus einer Hand erfordert: Es müssen Vereinbarungen mit den Mietern umgesetzt werden, unterschiedliche Handwerker müssen mit den Arbeiten beauftragt werden, die Durchführung der Arbeiten muß überprüft werden, usw.

Bei der Abwicklung solcher Maßnahmen kommt es häufig zu zusätzlichen Abstimmungserfordernissen mit den Handwerkern und den Mietern. Es ist also kein Wunder, daß die größten Fehlleistungen der neustrukturierten Organisation bei der Betreuung von Neukunden auftreten.

Schlecht instandgehaltene Wohnungen müssen nach einem Auszug für die Neuvermietung aufwendig hergerichtet werden. In vielen Fällen müssen Elektro- und Sanitärinstallationen überprüft und gegebenenfalls auch erneuert werden. Aufgetretene Schimmelschäden müssen untersucht und fachmännisch behoben werden. Die Deutsche Annington hat sich dieser Verantwortung schon vor Clear Water vielfach dadurch zu entledigen versucht, daß sie die komplexe Aufgabe der Wohnungsherrichtung auf die Neumieter auszulagern versuchte. Das Unternehmen verzichtete auf eine oder mehrere Monatsmieten und die neuen Mieter mußten im Gegenzug die Schönheitsreparaturen selbst übernehmen. Immer wieder kommt es in diesen Fällen zu bösen Überraschungen, wenn die Mieter feststellen, daß es mit den üblichen Schönheitsreparaturen eben nicht getan ist. Gerade in solchen Streitfällen zeigte sich die Organisation der Deutschen Annington überfordert.

Fallbeispiel aus Witten-Heven⁶³

Herr und Frau B. hatten im April 2009 zum 1. Juli eine leerstehende Wohnung in der Raiffeisenstraße 19 angemietet. Bei der Besichtigung hatte ein Mitarbeiter der DAIG diverse Reparaturen in der Wohnung zugesagt. Nach Abschluß der Arbeiten Anfang Juni sollten die Mieter Zutritt zu der Wohnung erhalten. Darauf warteten die Mieter zunächst drei Wochen vergeblich. Anrufe in Callcenter verliefen frustrierend und erfolglos. Am 22.6. sollte endgültig die Wohnungsübergabe stattfinden. Aber der aus einer anderen Stadt herbeigerufene Mitarbeiter konnte nicht einmal die Schlüssel komplett aushändigen. Arbeiten an der Elektroinstallation, den Wänden und den Böden waren nicht ausgeführt worden. „Der Außendienstmitarbeiter schaute in seinen Laptop, sagte nur ‚ich weiß von nichts‘, notierte eine kleinen Teil der Mängel und war nach wenigen Minuten schon wieder verschwunden. Der stand total unter Zeitdruck“, sagt Frau B. Nach dieser Erfahrung war das Paar völlig ratlos, wie die Wohnung in-

⁶³ Annington: Kundenservice unerreichbar, MieterInnenverein Witten, Juni 2009
http://www.mvwit.de/de/vor_ort/wohnen/index.php/art_00001920 , Akte Bauer MV Witten.

nerhalb von einer Woche noch in einen bewohnbaren Zustand gebracht werden könnte. Der MieterInnenverein kündigte der DAIG vorsorglich Mietminderungen, Eigenvornahmen und Aufrechnung an. Daraufhin verzichtete die DAIG auf zwei Monatsmieten und führte einen Teil der Arbeiten aus. Noch Anfang Oktober waren die Arbeiten aber nicht vollständig ausgeführt. Anrufversuche bei der Servicenummer wurden abgehängt.

Fallbeispiel aus Witten-Stockum⁶⁴

Anna P. und Dieter A. mieteten zum 1. Juni 2009 eine Wohnung der DAIG in einem stark vernachlässigten Block in der G.-Straße in Witten-Stockum an. Frau P. hatte gerade ein Baby bekommen, wohnte bei ihrer Mutter und suchte mit ihrem Partner dringend eine Wohnung. Der Annington-Vertreter versprach (noch vor Einführung des CCC) eine baldige Modernisierung des Bestandes, die Behebung von Schimmelschäden und anderer Wohnungsmängel. Als Ausgleich für die Durchführung zusätzlich erforderlicher umfangreicher Schönheitsreparaturen durch die Mieter verzichtete die Deutsche Annington bis einschließlich August auf die Miete. Ein Energiebedarfsausweis wurde trotz Verlangen der Mieter nicht vorgelegt.

Nach dem Einzug zeigte sich schnell, daß der Reparaturaufwand erheblich größer war als von den Mietern zunächst erwartet. Bei der Reinigung der Heizkörper spritzte ihnen die Flüssigkeit der Heizkostenverteiler entgegen. Lüftungsschächte waren von uralten Dreckansammlungen verstopft. Die Toiletten waren auch mit großer Mühe nicht in einen annehmbaren Zustand zu versetzen. Bei der Entfernung von Tapeten im Bad kam den Mietern der Deckenputz entgegen und die zutage tretende Betondecke war schwarz vor Schimmel. Nur ein Teil dieser Schäden wurde von Mitarbeitern der DAIG ausgebessert. Schimmelschäden wurden nur notdürftig übertüncht. An völlig unzureichend gedämmten Bauteilen wurden nur minimale Dämmprofile aufgebracht. Zugesagte Reparaturarbeiten an den Elektroinstallationen wurden nicht fachkundig ausgeführt. „Wir können nur machen, wofür wir bezahlt werden“, äußerte sich nach Auskunft der Mieter einer der beauftragten Handwerker.

Als die DAIG Mitte Juni ihren neuen Servicestrukturen einführte, waren die Mitarbeiter, mit denen die Mieter zuvor die entsprechenden Absprachen getroffen hatten, auf einmal nicht mehr erreichbar. Über mehrere Wochen bemüht sich Frau P. mehrmals täglich darum, die Reklamationen zu melden. Aber immer wieder landete sie in der endlosen Warteschleife. Briefe, in denen die Mieterin die Mängel auflistete, blieben beantwortet. Etliche Briefe und Faxe des MieterInnenvereins Witten in dieser Angelegenheit, in denen Mietminderungen, die Aufrechnung der Miete mit den Eigenleistungen der Mieter, Schadensersatzforderungen und eine fristlose Kündigung angedroht wurden, blieben über Wochen unbeantwortet.

Gelegentlich tauchten Annington-Beauftragte auf, die kleine Installationen ausführten, Geräte anlieferten, usw. Die erforderlichen Maßnahmen wurden aber nicht vollständig durchgeführt.

⁶⁴ Chaos bei Annington: Eine Familie im Einzugskampf, MieterInnenverein Witten, Juli 2009
http://www.mvwit.de/de/vor_ort/stadtteile/stockum/index.php/art_00001963 , Akte beim MV Witten.

Unter anderem wurde ein zugesagter Waschmaschinenanschluß im Keller nicht fertiggestellt, Türen nicht neu gestrichen, die Belüftung des Bades nicht hergestellt und vieles andere mehr. Auch zum 1. August war die Wohnung noch nicht bezugsfertig. Der MieterInnenverein riet zu konsequenter Eigenvornahme notwendiger kleinerer Reparaturen, um den Bezug zu ermöglichen. Nach erheblichen zusätzlichen Eigenarbeiten erfolgte der Bezug zum 1. September.

Inzwischen waren weit über 1.000 Euro an Sachkosten und Aufwandsvergütungen für zusätzliche Reparaturen angefallen. Viele Mängel waren immer noch nicht behoben. Der Mieterverein kündigte im September Aufrechnung und eine 18-prozentige Mietminderung an. Daraufhin erhielt die Mieterin zu ersten Mal seit langem einen Anruf des Unternehmens.

Nach vielen weiteren Telefongesprächen und Schreiben wurde der größte Teil der ausstehenden Arbeiten an der Wohnung ausgeführt. Wegen fortbestehender Mängel wurde die Mietminderung gekürzt, aber nicht ganz eingestellt. Der MieterInnenverein und die Deutsche Annington streiten sich außerdem über die Höhe des Aufrechnungsbetrages. Hier geht es in erster Linie um die Anerkennung des Zeitaufwandes für Reparaturen, für vergebliches Warten auf Handwerker und für die vielen Stunden in der Warteschleife.

Im Laufe des Jahres 2010 wurden nach und nach weitere Reparaturen im Haus ausgeführt. Der Hauseingangsbereich wurde notdürftig repariert. Die Mietminderung wurde auf geringem Niveau fortgeführt. Inzwischen waren neue Schimmelschäden an Bauteilen aufgetreten, die nicht den Mindestanforderungen an den Wärmeschutz genügen. Im Sommer 2011 hat die Annington die Zahlung rückständiger Miete angemahnt, wobei es sich vermutlich um die seit 2009 aufgelaufenen Mietminderungen handelte. Erst auf mehrfache schriftliche Nachfragen wurden die Forderungen ansatzweise substantiiert. Erstmals wurde die Berechtigung zur Mietminderung bestritten. Angeblich will ein Außendienstmitarbeiter des Unternehmens inzwischen vor Ort mit den Mietern gesprochen haben, sie zum rückwirkenden Verzicht auf die Mietminderung und zu der Bestätigung bewegt haben, daß sie selbst für die Schimmelschäden verantwortlich seien.

Der Mieterrat hat mit Unterstützung des MieterInnenvereins eine umfangreiche Mängelliste angefertigt. Das Unternehmen wurde aufgefordert, eine Grundsanierung vorzunehmen. Wegen Nichtvorlage des Energieausweises wurde Anzeige beim Bauordnungsamt erstattet.

I.8 Quo vadis Deutsche Annington?

Im Vergleich mit der Gagfah schneidet die Deutsche Annington in mancher Hinsicht besser ab. Ihr Vermietungsgeschäft ist gewinnträchtiger als das der Gagfah und bis heute wurde weder der Wohnungsbestand durch Nettoverkäufe wesentlich abgeschmolzen, noch wurde dem Unternehmen durch Ausschüttungen Liquidität entzogen. Nicht zuletzt haben die Bestandsinvestitionen ein höheres Niveau als bei der Gagfah.

Die wesentlichen Kritikpunkte gegenüber der Deutschen Annington sind ihre wacklige Finanzierung und die unausgegorenen Reorganisationsversuche. Der strategische Ansatz des Performance Management spielt bei der DAIG eine noch wichtigere Rolle als bei der Gagfah.

Auf dem Gebiet der Geschäftsprozeßneugestaltung schreckt das Management der Deutschen Annington nicht vor radikalen Reformen zurück. Das weitgehend fehlgeschlagene Clear Water-Projekt wurde nicht etwa zurückgenommen. Statt dessen bemüht sich das Management darum, die mit Clear Water erzeugten Schwachstellen durch weitere Reorganisationsmaßnahmen zu beseitigen.

Die Übernahme der Viterra zu einem sportlichen Einkaufspreis und deren Refinanzierung durch eine einzige Großverbriefung mit Gesamthaftung war leichtsinnig. Nachdem die Blümenträume im Hinblick auf das Mieterprivatisierungspotential enttäuscht worden waren, befand sich das Unternehmen wegen seiner Finanzierungsstruktur in einer wenig komfortablen Situation. Der fest eingeplante Beitrag der Einzelprivatisierungen zum Abbau der Verschuldung blieb weitgehend aus. Möglicherweise hat man sich von den anfänglichen Privatisierungserfolgen in den Jahren 2005 und 2006 blenden lassen und andere Exitoptionen nicht mit genügend Nachdruck verfolgt. Nach den vorliegenden Informationen war ein Börsengang für 2007 oder 2008 geplant, doch hat die heraufziehende Finanzkrise der Terra Firma hier wohl einen Strich durch die Rechnung gemacht. Als sich später wieder Gelegenheitsfenster an den Kapitalmärkten auftaten, stand einem Börsengang speziell der Deutschen Annington die Größe des Unternehmens (angesichts der verringerten Aufnahmefähigkeit der primären Emissionmärkte) ebenso im Wege wie der immer näher rückende Prolongationstermin der Großverbriefung GRAND. Mit dieser Verbriefung hat die Terra Firma der Deutschen Annington ein existenzgefährdendes Roll over-Risiko aufgebürdet.

Scheinbar unbeeindruckt von diesen Rückschlägen scheint die Terra Firma ihr „Farmer-Geschäftsmodell“ weiterzuverfolgen. In dem sich verschärfenden Wettbewerb um das knapper werdende Kapital der Fonds- und Anleiheinvestoren versucht sich Terra Firma als strategischer Investor mit einem gegenüber den Huntern nachhaltigeren Geschäftsmodell zu positionieren. Guy Hands öffentliche Auftritte dienen nicht zuletzt der Besänftigung krisengeschädigter Investoren.

Die Gutachter sind aber dennoch nicht davon überzeugt, daß es sich bei der Deutschen Annington tatsächlich um einen Vermieter mit einem langfristigen Bewirtschaftungsansatz handelt. Die derzeitige Situation des Unternehmens kann ebensogut als Folge einer Kette von verpaßten Exit-Gelegenheiten interpretiert werden. Wie dem auch sei, inzwischen ist eine Situation eingetreten, in der es nur noch einen Plan gibt. Die einzige noch verfolgte Option ist die Zustimmung der Anleihegläubiger zu dem Vergleichsvorschlag und danach bei günstiger Gelegenheit der Börsengang. An dieser Option wird derzeit intensiv gearbeitet.

Vergleicht man die Exit-Performance der Deutschen Annington mit der der Gagfah, dann schneidet diese deutlich besser ab. Die Voraussetzungen für einen erfolgreichen Exit waren bei beiden Plattformen vergleichbar, wobei die letzte Großübernahme bei der Gagfah später stattgefunden hat. Die Gutachter vermuten, daß bei beiden Unternehmen eine Block-Refinanzierung der gigantischen Verbriefungen anfangs nicht vorgesehen war. Der Exit sollte vermutlich zu den Prolongationsterminen bereits größtenteils vollzogen sein.

Allerdings handeln die Private Equity-Häuser und ihre Investoren nicht nach 5-Jahresplänen, sondern sie passen sich dynamisch an geänderte Umfeldbedingungen an. Es gibt zu jedem Zeitpunkt mehrere Szenarien und die Finanzierungsbausteine werden als flexibel angesehen.

Die Fortress hat der Terra Firma gezeigt, wie man einen frühzeitigen Börsengang für einen Teil-Exit und anschließende Dividendenausschüttungen nutzen kann und nun schickt sie sich an, ganz wie im Lehrbuch die Verschuldung durch Paketverkäufe aus dem Portfolio abzubauen. Die Terra Firma befindet sich dagegen mit der Annington in einer Lage, wo es nur noch einen Ausweg gibt und sie scheint nicht mehr ganz Herr ihres Schicksals zu sein.

Für Guy Hands und die Terra Firma ist die Deutsche Annington alles andere als ein Nebenkriegsschauplatz. Sollte es hier nach dem Kontrollverlust über die EMI zu einem zweiten GAU bei einer großen Beteiligung kommen, dann wäre dies mit einem für das vertrauensbasierte Private Equity-Geschäft kaum wiedergutzumachenden Reputationsverlust verbunden. Allerdings hat die Deutsche Annington anders als die EMI kein fundamentales Problem, das ihr gesamtes Geschäftsmodell in Frage stellt.

Derzeit rast das Unternehmen noch auf den Eisberg zu. Wenn die Gläubiger dem Vergleich nicht mit der erforderlichen Mehrheit zustimmen, wird das Unternehmen in der derzeitigen Form nicht mehr lange bestehen.

B.II Gagfah

Die Gagfah S.A. – eine nach luxemburgischem Recht gegründete Aktien- und Verbriefungsgesellschaft – ist das Vehikel der Private Equity-Gesellschaft Fortress zur Steuerung und Finanzierung der in Deutschland durch die von ihr initiierten REPE-Fonds übernommenen Wohnungsportfolien.

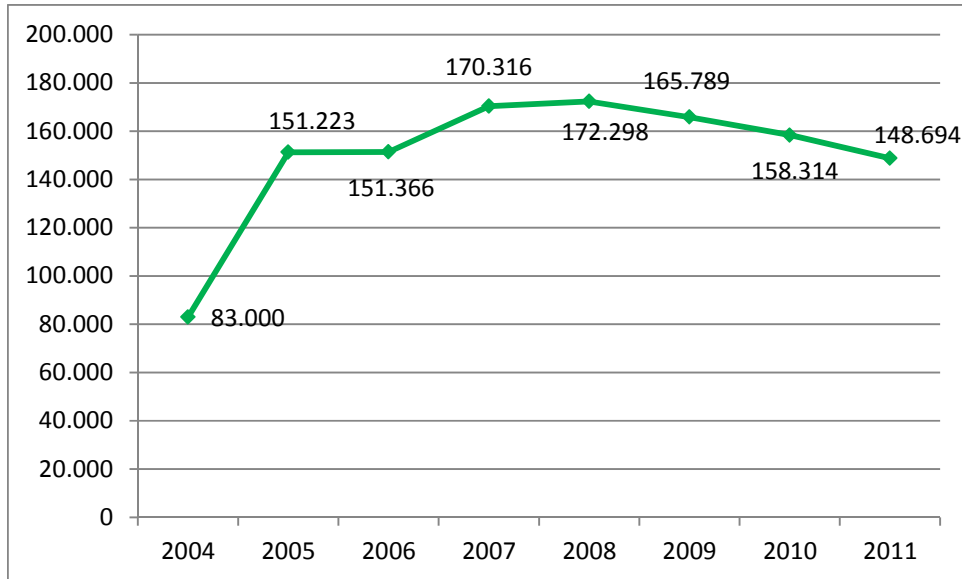


Abbildung B-13: Wohnimmobilieneigenbestand der Gagfah (Anzahl WE zum 31.12.)

Quellen: Geschäftsberichte

Die Gagfah hielt zum Jahresende 2011 148.694 (2010: 158.413) Wohnungen im eigenen Bestand. Der Verwaltungsbestand (also die für Dritte verwalteten Wohnungen) lag bei etwa 19.000 Einheiten. Die größten Übernahmen waren der Erwerb der Alt-Gagfah⁶⁵ (82.000 Wohnungen), der NILEG (28.500 Wohnungen) und der WOBA Dresden (47.600 Wohnungen).⁶⁶

⁶⁵ Die Gagfah war 1918 von der Reichsversicherungsanstalt für Angestellte zur Förderung des Wohnungsbaus für Angestellte gegründet worden. Nach der Übernahme von der Bundesversicherungsanstalt für Angestellte wurde sie zum Namensgeber der Aktiengesellschaft nach Luxemburger Recht mittels derer die Fortress ihre Immobilienbeteiligungen in Deutschland steuert. Die Gagfah war 2004 für einen Kaufpreis von rund 2,123 Milliarden Euro an die US-Fondsgesellschaft gegangen. Fortress hatte sich dazu verpflichtet, die Anteile an der Gagfah mindestens zehn Jahre zu halten und nur mit Zustimmung der BfA zu veräußern.

⁶⁶ Neben Wohnungsbeständen hält die Gagfah auch etwa 1.800 Gewerbeimmobilieneinheiten in ihrem Portfolio. Dabei handelt es sich größtenteils um in den Erdgeschossen von Gagfah-Wohnimmobilien belegene Ladenlokale. Davon abgesehen ist die Gesellschaft Eigentümerin von mehr als 30.000 PKW-Stellplätzen und 5.300 Garagen, die ganz überwiegend in räumlichem Zusammenhang mit Gagfah-Immobilienstandorten stehen.

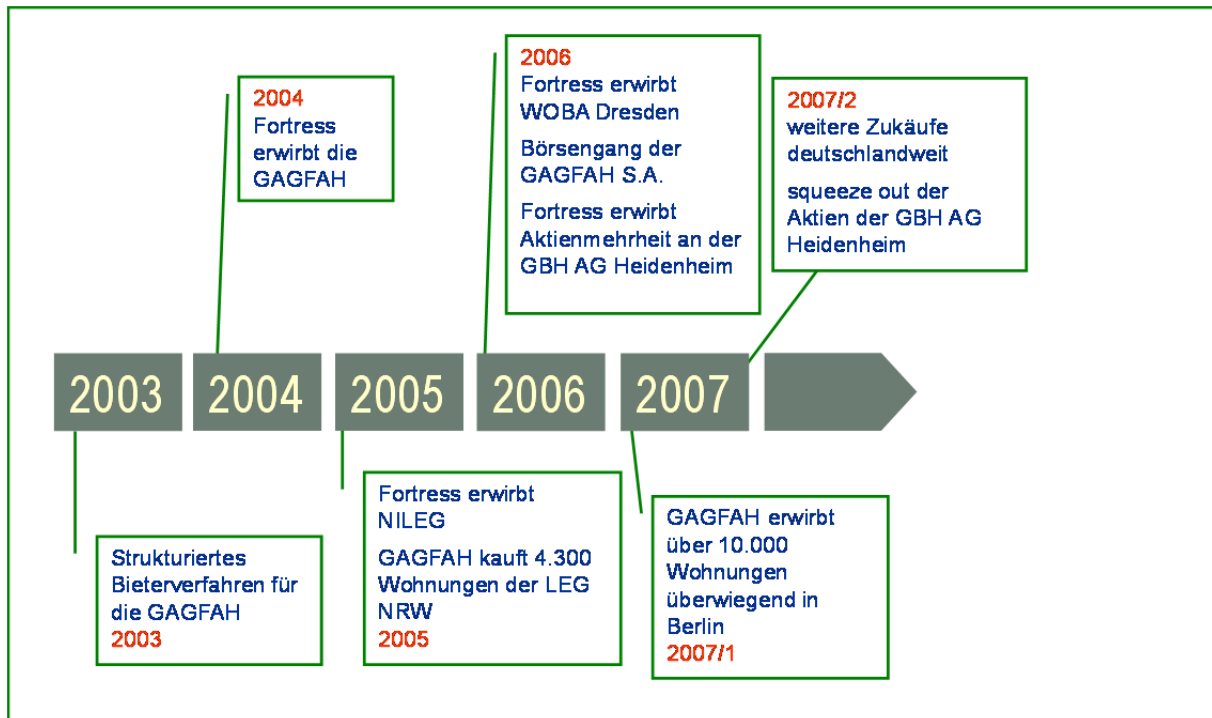


Abbildung B-14: Große Ankauftransaktionen der Gagfah

Rund 22.000 Einheiten (ca. 14,7 Prozent) der Gagfah-Wohnungen sind öffentlich gefördert. Das durchschnittliche Baujahr des Portfolios ist 1964 und die Mehrheit der Gebäude wurde zwischen Mitte der 1950er Jahre und Mitte der 1980er Jahre errichtet.

Die räumliche Verteilung der Gagfah-Wohnungsbestände weist Schwerpunkte in Nord-, Ost- und Westdeutschland auf. In Nordrhein-Westfalen ist die Gagfah unter anderem in Dortmund, Duisburg, Köln, Essen und Bielefeld vertreten. Seit dem Squeeze out der Aktionäre der GBH AG Heidenheim Anfang 2007 sind keine Großakquisitionen mehr erfolgt. Die nachfolgenden Portfolioankäufe bewegten sich unterhalb von 5.000 Wohneinheiten (u.a. Pegasus 4.913, Eukia II Erlangen 2.025, Stadtoasen 1.647, Grünes Karre 1.700 und Zwickau 2.971 Einheiten). Weil die Verkäufe die Zukäufe zuletzt deutlich überstiegen haben, befindet sich der Wohnungsbestand der Gagfah aber auf Schrumpfkurs.

Anders als die Deutsche Annington ist die Gagfah mit ihrer spezifischen Exit-Strategie schon ein gutes Stück vorangekommen. Mit dem Börsengang 2006 und späteren Aktienverkäufen konnte bereits ein Teil des Aktienkapitals bei Anlegern plaziert werden. Zur Zeit wird eine zweigleisige Strategie gefahren, die auf eine Reduktion der Schuldenlast durch Nettoverkäufe von Wohnungen und Aktienrückkäufe setzt.

II.1 Gesellschaftsrechtliche Struktur der Gagfah

Die GAGFAH S.A., Luxemburg befindet sich mehrheitlich im Besitz von Investmentfonds, die von der Fortress Investment Group LLC kontrolliert werden. Es handelt sich insgesamt um etwa 20 verschiedene Fonds, von denen 5 mehr als 5 Prozent an der Gagfah S.A. halten,

darunter die Fonds Fortress Residential Investment Deutschland (Fund A und B) sowie Fortress Investment Fund III. Fondsmanager ist jeweils die Fortress Investment Group LLC.

Fortress Residential Investment Deutschland ist ein auf Wohnimmobilien fokussierter Fonds mit einem Volumen von 2 Milliarden US-Dollar, der parallel zu den anderen Private-Equity-Fonds der Beteiligungsgesellschaft investiert. Investoren sind staatliche und private US-Pensionsfonds sowie Universitätsstiftungen - darunter das staatliche kalifornische Versorgungswerk für Lehrer und der US-Bundesstaat Oregon.

Fortress Investment Fund III ist ein 2004 aufgelegter 2 Milliarden Dollar schwerer Blind Pool für die Übernahme von Immobilienunternehmen in den USA und Westeuropa. Dieser Fonds bietet eine breitere räumliche Risikostreuung als der Fortress Residential Investment Deutschland.

Die Beteiligungsverhältnisse zum Jahresende 2011 können der nachstehenden Tabelle entnommen werden.

Aktionär	Prozent
Fortress Residential Investment Deutschland (Fund A) LP	9,31
Fortress Residential Investment Deutschland (Fund B) LP	5,56
Fortress Investment Fund III (GAGACQ Subsidiary) LLC	7,46
Fortress Investment Fund III (Fund B) (GAGACQ Subsidiary) LLC	6,38
Fortress Subsidiary GAGACQ LLC	5,27
weitere von Fortress Investment Group LLC kontrollierte Fonds	26,11
eigene Aktien	11,89
Streubesitz	28,02
Summe	100,00

Tabelle B-10: Aktionärsstruktur der Gagfah S.A.

Die von der Fortress Investment Group LLC kontrollierten Fonds beherrschen mit einem Anteil von 60,09 aller ausgegebenen Aktien die Gagfah S.A. Aufgrund der Aktienrückkaufprogramme hat die Gagfah S.A. mittlerweile einen beachtlichen Bestand an eigenen Aktien aufgebaut (11,9 Prozent aller ausgegebenen Aktien). Die Streubesitzquote ist mit 28 Prozent relativ gering.

Börsennotierte Unternehmen wie die Gagfah unterliegen besonderen Regeln. Die Gagfah unterliegt als im MDax notierte Publikums-Aktiengesellschaft erheblichen Transparenzanforderungen und hat eine vergleichsweise diversifizierte Eigentümerstruktur. Zwar ist der Mehrheitsaktionär ein Private Equity-Haus, allerdings hat dieser die Öffentlichkeit, die Bereichsöffentlichkeit und die Mitaktionäre mindestens vierteljährlich ausführlich zu informieren und die Rechte und Interessen aller Mitaktionäre justitiabel zu wahren. Die konkurrierenden nicht-

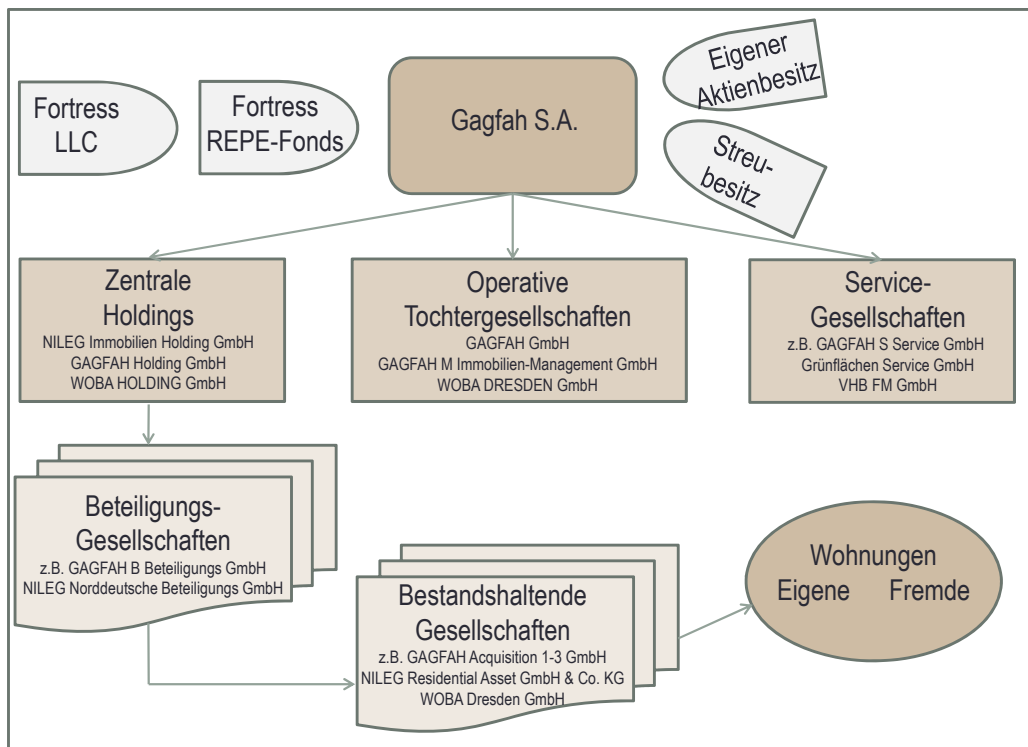


Abbildung B-15: Gesellschaftsrechtliche Struktur der Gagfah

börsennotierten Plattformen sind dagegen lediglich handelsrechtlichen Berichtspflichten unterworfen. Die Minderheitsaktionäre der Gagfah verfügen über Informations- und Gesellschafterrechte. Außerdem steht die Gagfah-Gruppe im kritischen Fokus von Aktien-Analysten, vor denen sie ihre Geschäftspolitik rechtfertigen muß, wenn das Unternehmen nicht an Wert verlieren soll.

Die Managementkompetenzen innerhalb der Gagfah Gruppe sind in den operativen Tochtergesellschaften GAGFAH GmbH, GAGFAH M Immobilien-Management GmbH und WOBA DRESDEN GmbH gebündelt. Die übergeordneten Holdings NILEG Immobilien Holding GmbH, GAGFAH Holding GmbH und WOBA HOLDING GmbH dienen der Vorbereitung und der organisatorischen Abwicklung der Firmenübernahmen. Die bestandshaltenden Objektgesellschaften sind die unmittelbaren Eigentümer der Immobilien. Die Management- und Bewirtschaftungsaufgaben werden aber von den zentralen Tochter- und Servicegesellschaften wahrgenommen. Eigentum und Management sind also separiert. Die Objektgesellschaften haben keinen Aufsichtsrat und Geschäftsführer sind Mitarbeiter der Gagfah-Managementgesellschaften.

II.2 Wohnungsbestand der Gagfah

Der Wohnungsbestand der Gagfah von ehemals 170.000 Einheiten war zum Jahresende 2011 bereits auf 148.694 Wohneinheiten abgeschmolzen. Der Grund dafür sind die wachsenden Verkäufe von Wohnungsbeständen. Der Schwerpunkt der Verkaufsaktivitäten der Gagfah liegt bei Mehrfamilienhäusern. Mieterprivatisierungen sind dagegen weniger vorgenommen worden.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Anzahl WE am 31.12.	83.000	151.223	151.366	170.316	172.298	165.789	158.314	148.694
Wohnfläche m ²		9.070.734	9.072.423	10.252.228	10.394.302	10.008.818	9.597.660	9.027.693
m ² Wohnfläche / WE		59,98	59,94	60,20	60,33	59,04	60,62	60,71
Leerstandsquote %		6,6	5,5	4,4	3,9	4,9	5,2	5,1
Durchschnittl. Netto-Miete \square / Monat und m ²		4,72	4,76	4,85	4,95	5,02	5,07	5,11

Tabelle B-11: Entwicklung des Wohnungsbestands der Gagfah 2004-2011

Wegen des beschleunigten Bestandsabbaus sind die Mieteinnahmen ebenfalls stark rückläufig.⁶⁷ Auch der Gewinn aus dem Vermietungsgeschäft ist rückläufig.⁶⁸ Das Anlagevermögen hat wegen der Bestandsschrumpfung ebenfalls deutlich abgenommen.

II.2.1 Verteilung der Wohnungsbestände

Das Gagfah-Wohnungsportfolio ist räumlich breit gestreut. Es weist Schwerpunkte in Nord-, Ost- und Westdeutschland auf. In Nordrhein-Westfalen hält die Gagfah unter anderem in Dortmund, Leverkusen, Duisburg, Bocholt, Iserlohn, Köln, Essen und Bielefeld Wohnungsbestände. Der Gagfah-Bestand in NRW dürfte sich auf etwa 20.000 Wohnungen belaufen.

Stadt	WE	Prozent der gesamten Wohnfläche	Wohnfläche in m ²	Durchschnittliche Wohnungsgröße	Annualisierte Nettokaltmiete in Mio. \square	Prozent der gesamten Mieteinnahmen	Nettokaltmiete pro Monat und m ² \square	Marktmiete pro Monat und m ² \square	Leerstand in Prozent
Bielefeld	4.172	2,9	276.481	66	15,1	2,6	4,54	4,70	1,8
Essen	2.293	1,6	152.143	66	9,7	1,6	5,32	5,72	7,6
Köln	2.040	1,7	161.037	79	12,6	2,1	6,52	6,92	3,2
Iserlohn	1.677	1,1	106.004	63	5,7	1,0	4,49	4,70	7,5
Bocholt	1.515	1,0	92.507	61	5,5	0,9	4,98	5,35	3,4
Duisburg	1.431	1,0	96.336	67	5,3	0,9	4,58	4,81	21,2
Leverkusen	1.404	1,0	89.835	64	5,9	1,0	5,48	5,76	4,1
Dortmund	1.240	0,9	85.814	69	4,9	0,8	4,73	5,20	1,1

Tabelle B-12: Wohnungsbestand der Gagfah in Großstädten in NRW

⁶⁷ Im Geschäftsjahr 2011 wurden nur noch 554 Mio. Euro Mieten eingenommen. Gegenüber dem Vorjahr, wo 584 Mio. Euro erzielt wurden, ergibt sich ein Rückgang um rund 5 Prozent.

⁶⁸ Er sank 2011 gegenüber 2010 um 40,5 Mio. auf 419,6 Mio. Euro.

II.2.2 Bestandspflege und -modernisierung

Modernisierungsentscheidungen sind bei jedem erfolgreich wirtschaftenden Unternehmen Ergebnisse von komplexen Abwägungen der verschiedensten Faktoren. Die Modernisierungsaktivitäten bei der Gagfah dienen nach Einschätzung der Gutachter nicht zuletzt dem Leerstandsabbau bzw. der Vermeidung von Leerstandsaufbau. Umgekehrt neigt das Unternehmen bei Objekten mit einem stabil hohen Vermietungsstand zur Zurückhaltung bei Modernisierungsinvestitionen.

Natürlich müssen Investitionen in jedem Unternehmen wirtschaftlich sein, das Verluste vermeiden will. Investitionen in die Modernisierung von Wohnungsbeständen unterliegen bei der Gagfah aber im Hinblick auf die vorgegebenen Renditeschwellen im Vergleich etwa mit öffentlichen Beteiligungsunternehmen in der Regel strengeren Wirtschaftlichkeitsanforderungen.

Es kommt dem Unternehmen bei Investitionen besonders auf die bilanzwirksame Wertsteigerung an. Aus diesem Grund führte man nach Übernahmen meistens die laufende Instandhaltung zugunsten von aktivierungsfähigen Modernisierungsaufwendungen zurück.

Im Jahr 2010 wurde beim laufenden Instandhaltungsaufwand ein Tiefststand von nur noch € 6,36 je m² und Jahr erreicht. Ein direkter Vergleich dieser Kennzahl mit anderen Wohnungsunternehmen wird allerdings durch Zuordnungsprobleme erschwert. Bei der Gagfah steckt ein nicht genau bezifferbarer Teil an Reparaturarbeiten im Personalaufwand, also nicht in dem im Geschäftsbericht ausgewiesenen Aufwand für Reparatur- und Instandhaltungskosten. Es handelt sich dabei um den Reparaturanteil der Leistungen der eigenen Hausmeister. Im Geschäftsbericht 2010 heißt es dazu (S. 18): „Unsere Hausmeister führen inzwischen nahezu die Hälfte der Reparatur- und Instandhaltungsarbeiten sowie typische Facility-Management-Aufgaben wie z. B. Gartenpflege und Winterdienst selbst durch.“ Diese Angabe läßt sich nicht direkt überprüfen. Angesichts von gesamten Personalkosten in Höhe von 61 Millionen Euro und eines ausgewiesenen Aufwandes für Reparatur- und Instandhaltungskosten im selben Umfang im Geschäftsjahr 2010, erscheint ein absoluter Betrag von auf die eigenen Hausmeister entfallenden Reparaturarbeiten von 30 oder gar 60 Millionen Euro allerdings als hochgegriffen.

Unabhängig davon scheint die Investitionsstrategie der Gagfah auf eine Limitierung des nicht aktivierungsfähigen laufenden Instandhaltungsaufwandes hinauszulaufen. Deshalb dürfte sich die Bestandsqualität im Laufe der Jahre weiter auseinanderentwickeln. Inzwischen scheint sich sogar bei den dringenden Verkehrssicherungsmaßnahmen ein Instandhaltungsstau aufgebaut zu haben. Die Unterschiede zwischen modernisiertem und unmodernisiertem Wohnraum werden sich nach Einschätzung der Gutachter in Zukunft weiter ausweiten (siehe auch Kofner 2008b und 2009).

Die aktivierten Modernisierungskosten lagen 2010 bei 3,9 Millionen Euro – für 158.000 Wohnungen. Nach den gewaltigen Rückgängen gegenüber den Vorjahren⁶⁹ entspricht der 2010 für Modernisierungen verwendete Betrag Ausgaben in Höhe von €24,64 pro Wohnung. Im Verhältnis zum Anlagevermögen machen die Investitionen einen kleinen Promilleanteil aus. Nimmt man Instandhaltung und Modernisierungen zusammen, so betragen die jährlichen Ausgaben nicht mal 1 Prozent des Anlagevermögens. Das ist deutlich weniger als man für die laufende technisch und wirtschaftlich bedingte Entwertung der Bestände ansetzen muß.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Laufende Instandhaltung Mio. €	67,4	88,4	90,6	66,2	61	76,5
Aktiviert Modernisierungskosten Mio. €	k.A.	101,6	50,8	13,5	3,9	0,9
Instandhaltung und Modernisierung Mio. €	k.A.	190	141,4	79,7	64,9	77,4
Wohnfläche in m ²	9.072.423	10.252.228	10.394.302	10.008.818	9.597.660	9.027.693
Wohneinheiten	151.366	170.316	172.298	169.534	158.314	148.694
Anlagevermögen Mio. €	7.879,10	10.103,50	9.863,90	9.089,20	8.572,40	8.017,70
Instandhaltung je m ² und Jahr €	7,43	8,62	8,72	6,61	6,36	8,47
Instandhaltung in Prozent des Anlagevermögens	0,86	0,87	0,92	0,73	0,71	0,95
Modernisierung in Prozent des Anlagevermögens	k.A.	1,01	0,52	0,15	0,05	0,01
Durchschnittsmiete pro m ²	4,76	4,85	4,95	5,02	5,07	5,11
Nettokaltmieten Mio. €	518	597	617	603	584	554
Instandhaltung und Modernisierung € pro m ²	k.A.	18,53	13,60	7,96	6,76	8,57
Inst. und Mod. in Prozent des Anlagevermögens	k.A.	1,88	1,43	0,88	0,76	0,97

Tabelle B-13: Instandhaltung und Modernisierung Gagfah 2006-2011

Quelle: Geschäftsberichte

Das Geschäftsjahr 2011 war von einer Zunahme der laufenden Instandhaltungsaufwendungen und einem weiteren Rückgang der aktivierten Modernisierungskosten geprägt. Im Hinblick auf die Instandhaltung wurde erstmals eine Angabe zu dem in den selbst erbrachten Hausmeisterleistungen enthaltenen Reparaturanteil gemacht (Geschäftsbericht, S. 28): “Including the work carried out by our 100 % affiliated facility management companies, to allow for a like-for-like comparison with other housing companies, our repair and maintenance expenses in 2011 were €10.23 per square meter. Rechnerisch müßten in den gesamten Personalaufwendungen zur Erbringung der Vermietungsleistung in Höhe von rund 55 Millionen Euro etwa 16 Millionen Euro Reparaturaufwendungen enthalten sein, um auf einen Aufwand pro Jahr und Quadratmeter in Höhe von 10,23 Euro zu kommen.

Es ist klar, daß die Wettbewerbsfähigkeit der Gagfah-Wohnungsbestände unter den unterbliebenen Modernisierungen leidet, während andere Vermieter zumindest Teile ihrer Bestände auch unter Ausnutzung von Förderprogrammen energetisch oder altengerecht ertüchtigen.

⁶⁹ Höhe der aktivierungsfähigen Modernisierungsinvestitionen („CapEx“) 2009: 13,5 Mio. Euro, 2008: 50,8 Mio. Euro.

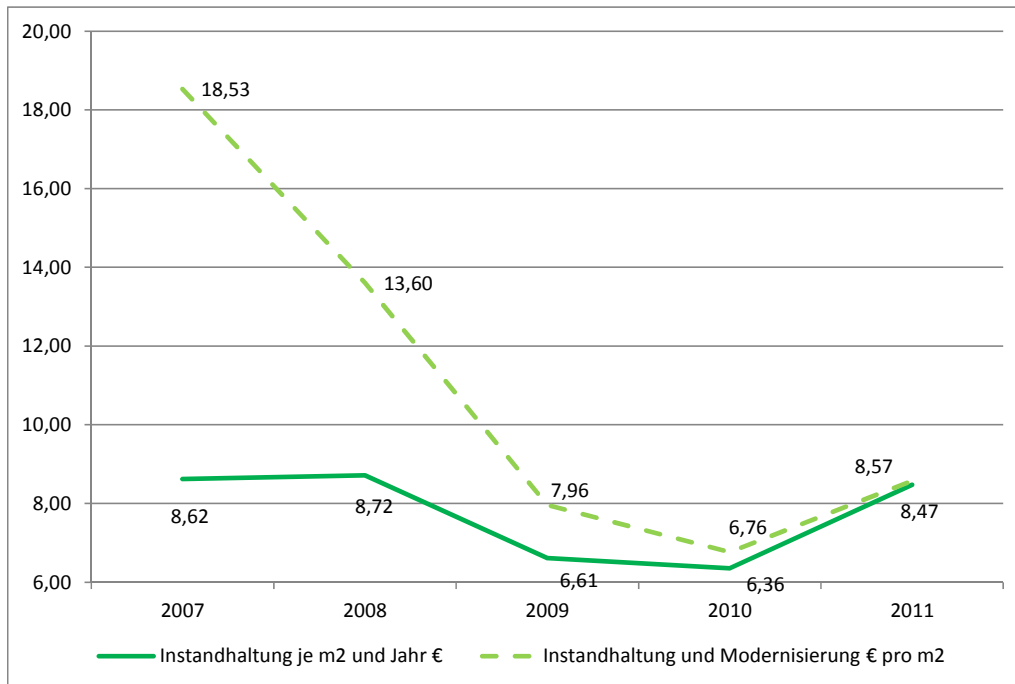


Abbildung B-16: Instandhaltung und Modernisierung bei der Gagfah

Quellen: Geschäftsberichte

Die Aussichten dafür, daß die Gagfah in Zukunft wenigstens eine qualitätserhaltende Bewirtschaftung gewährleistet, sind ungünstig. Der operative Cash flow läßt dafür nicht viel Spielraum und außerdem sind die Renditeansprüche an die einzelnen Investitionsvorhaben in vielen Fällen nicht zu erfüllen, so daß Investitionen unterbleiben.

Allerdings haben die Gagfah-Bestände aus dem Angestelltenwohnungsbau eine andere Bewohnerstruktur und eine bessere Bausubstanz als die meisten Werkwohnungsbestände oder die Sozialwohnungen aus den 70er Jahren. Außerdem wurde ein Teil des Dresdner Bestandes aufwendig modernisiert. Die negativen Auswirkungen unterlassener Instandhaltungen und Modernisierungen werden daher erst mit Verzögerung spürbar werden.

II.3 Fortress als General Partner

Die Fortress Investment Group LLC (Fortress) ist eine global agierende Investment Management-Gesellschaft. Das Angebot an alternativen Investment-Produkten umfaßt Private Equity Fonds, Hedge-Fonds (Liquid Funds) und Credit Fonds.⁷⁰ Außerdem werden traditionelle Anlageprodukte angeboten. Die Fortress tritt zugleich als Initiator, Investor und Manager dieser

⁷⁰ Credit Funds investieren üblicherweise in forderungsbesicherte Wertpapiere wie ABS- und CDO-Tranchen sowie in Credit Default Swaps, welche Kredite oder Kreditrisiken aus unterschiedlichen Kreditarten (z. B. Unternehmenskredit, gewerbliche oder private Hypotheken) und Regionen als Investitionsschwerpunkt haben.

Anlageprodukte auf. Dementsprechend erzielt die Gruppe Einkünfte aus Managementgebühren einschließlich erfolgsorientierter Bestandteile sowie Einkünfte aus ihrem investierten Kapitalvermögen.

Die Fortress Investment Group LLC wurde als Private Equity-Unternehmen im Jahr 1998 von Wesley R. Edens, einem ehemaligen Partner bei BlackRock Financial Management Inc., zusammen mit zwei Managing Direktoren der Schweizer Bank UBS (Robert Kauffman und Randal A. Nardone) gegründet. Für ihr Unternehmen wählten sie einen Namen, der die Gruppe als unerschütterliche Bastion erscheinen lassen sollte: Fortress.

Gemessen an den Assets under Management (AUM) legte die Gruppe nach bescheidenen Anfängen ab dem Geschäftsjahr 2002 ein formidables Wachstum hin. Das verwaltete Vermögen nahm im Zeitraum 2001-2007 um das 25-fache auf 32,6 Milliarden Dollar zu. Wegen der Finanzkrise konnte die Expansion aber in den Jahren 2008 und 2009 nicht fortgesetzt werden.

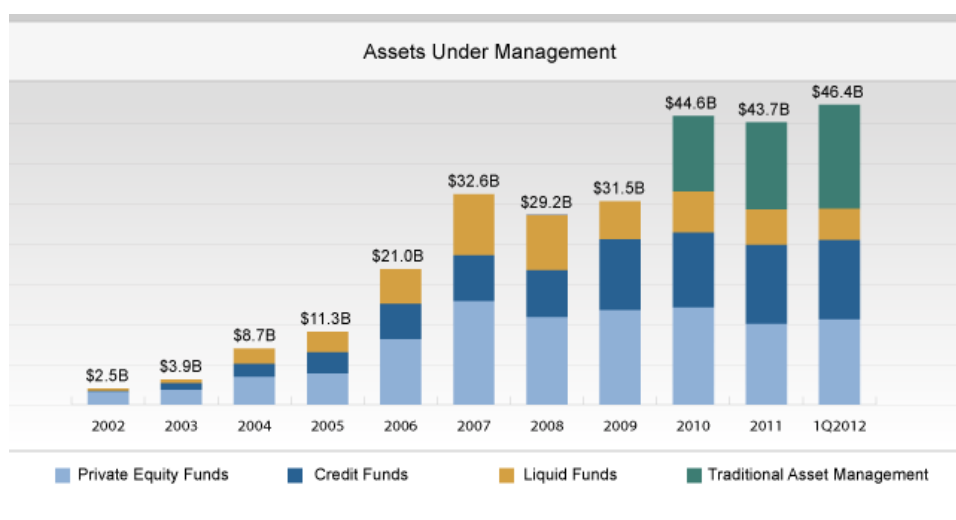


Abbildung B-17: Assets Under Management der Fortress Investment Group LLC 2002-1Q2012

Quelle: <http://www.fortress.com/AboutFortress/Default.aspx>

Die Sektorallokation der Private Equity-Investments von Fortress weist Schwerpunkte in den Bereichen Seniorenwohnen und Gesundheit sowie Transport & Infrastruktur auf. Die Beteiligung an der Gagfah steht für weniger als 7 Prozent des investierten Reinvermögens.

Investment	Sektor	NAV, Mrd. \$
Holiday	Seniorenwohnen & Gesundheit	2,8
Flagler	Transport & Infrastruktur	2,3
Nationstar	Finanzdienstleistungen	1,1
Seacastle	Transport & Infrastruktur	0,9
Springleaf	Finanzdienstleistungen	0,9
GAGFAH	Immobilien	0,7
Penn Gaming	Spiel und Freizeit	0,6
Intrawest	Spiel und Freizeit	0,5
Mapeley	Immobilien	0,4
Brookdale	Seniorenwohnen & Gesundheit	0,2
Summe		10,4

Tabelle B-14: Top Private Equity Investments der Fortress, Net Asset Value zum 30.9.2011

Quelle: Fortress 2011, S. 12

Seit Februar 2007 ist die Fortress eine börsennotierte Aktiengesellschaft. Der Börsengang machte Edens und seine Gründungspartner zu Milliardären. Ihr Deal ebnete den Weg für noch spektakulärere Börsengänge wie den der Blackstone Group.

Aber die Existenz als börsennotiertes Unternehmen hat sich für Fortress, Blackstone und andere alternative Investmentfirmen, die kurz vor Ausbruch der Kreditkrise an die Börse gegangen sind, als unerwartet schwierig erwiesen. Sie mußten sich dem Urteil der Aktionäre stellen, während der Kreditstrom, von dem ihr Geschäftsmodell so abhängig ist, zunehmend versiegt. Private Equity-Gesellschaften wurden durch die Eiszeit an den Kreditmärkten schwer getroffen. Ihre Fähigkeit, neue Geschäfte anzubahnen, litt ebenso wie die Refinanzierungsaussichten der von ihnen kontrollierten und oft hochverschuldeten Beteiligungsunternehmen.

In der Finanzkrise wurde die Rolle als Initiator von Hedgefonds zur Achillesferse der Fortress. Nach dem Ausbruch der Krise kam es zu massiven Kapitalabzügen aus solchen Fonds. Aus dem größten Fortress-Hedge-Fonds, Drawbridge Global haben die Investoren innerhalb von 3 Monaten mehr als die Hälfte ihres Kapitals abgezogen: Die Vermögenswerte des Fonds schrumpften von 8 auf unter 4 Milliarden Dollar. Fortress war wegen der massiven Kapitalabzüge sogar gezwungen, die Rückzahlungen vorübergehend einzustellen. Die Fortress-Aktie verlor fast 90 Prozent ihres Wertes.⁷¹

Die Fortress hat daraufhin ihr Geschäftsmodell zu modifizieren begonnen. Das Wachstum des verwalteten Vermögens ab dem Geschäftsjahr 2010 ist nicht den alternativen Investmentprodukten (darunter Real Estate Private Equity) zu verdanken, sondern der Übernahme von Lo-

⁷¹ <http://www.fiercefinance.com/story/fall-fortress/2008-12-04> .

gan Circle Partners, eines auf festverzinsliche Wertpapiere spezialisierten Vermögensverwalters.

II.4 Unternehmensfinanzierung

Der Verschuldungsgrad der Gagfah erscheint den Gutachtern angesichts der operativen Performance des Unternehmens in den letzten Jahren als hoch. Nach wie vor sind drei Viertel der Bilanzsumme Schulden (Verbindlichkeiten und Rückstellungen). Knapp die Hälfte der Mieteinnahmen wurde 2010 für die Bedienung der fälligen Zinszahlungen benötigt.

In absoluten Zahlen handelt es sich bei der Gagfah um Verbindlichkeiten in Höhe von etwa 6 Milliarden Euro, von denen 90 Prozent (etwa 5,5 Milliarden Euro) bis 2014 zur Prolongation anstehen. Ein großer Teil des Kapitals wurde im Zuge der Verbriefung von Übernahmekrediten aufgenommen. Grundsätzlich sind Schulden aus Verbriefungen wegen der Vielzahl der Gläubiger, den starren Vertragsbestimmungen und den ausgeprägten Gläubigerschutzelementen in der Vertragsgestaltung im Falle einer krisenhaften Zuspitzung im Vergleich mit Konsortialkrediten als stärker existenzgefährdend einzustufen.

Die mit der zeitlichen Ballung der Fälligkeiten verbundenen Prolongations- und Zinsänderungsrisiken sind bei der Gagfah so erheblich, daß in einer ungünstigen Kapitalmarktsituation zum Prolongationszeitpunkt die Existenz des Konzerns gefährdet sein könnte. Aber auch wenn es nicht zu einer solchen Zuspitzung der Lage kommt, bleibt das Zinsänderungsrisiko: Eine einprozentige Erhöhung des durchschnittlichen Zinssatzes auf die zu prolongierenden Verbindlichkeiten würde für die Gagfah eine jährliche Ergebnisbelastung im Umfang von 55 Millionen Euro mit sich bringen.

Die Refinanzierungsproblematik betrifft bei der Gagfah zwei Verbriefungsstrukturen, die zum Zwecke der Refinanzierung von Übernahmekrediten abgeschlossen worden sind: GRF und Woba.

II.4.1 GRF-Verbriefung

Die größte Verbriefung der Gagfah ist die German Residential Funding (GRF). Zum Zinszahlungstermin Februar 2012 lag die aus dieser Verbriefung ausstehende Restschuld bei 2,15 Milliarden Euro (Wallace 2012). Die Fortress Investment Group hatte die zweitgrößte jemals aufgelegte deutsche Wohnimmobilien-Verbriefung zum Zwecke der Refinanzierung der Schulden von 3,5 Milliarden Euro aus der Übernahme der Alt-Gagfah mit über 80.000 Wohneinheiten im September 2004 von der BFA abgeschlossen.

Es hat sich bei GRF um eine Agency-Verbriefung gehandelt, bei der der Kreditnehmer selbst eine Zweckgesellschaft gründet, die ihrerseits Anleihen emittiert, die mit Forderungen gegen den Kreditnehmer besichert sind. Der Emissionserlös wurde zur Rückzahlung der Akquisitionsförderung verwendet. Die Strukturierung und der Vertrieb der Anleihen wurden von den beiden eingeschalteten Investmentbanken Deutsche Bank und Goldman Sachs übernommen.

Im Juni 2005 wurde das Portfolio von CBRE auf €4,23 Mrd. Euro geschätzt. Dem standen drei Darlehen in Höhe von insgesamt 3,08 Mrd. Euro gegenüber. Der größte Teil davon wurde mit der GRF-Verbriefung in Höhe von ursprünglich €2,66 Mrd. abgelöst. Diese aus sechs Tranchen bestehende CMBS-Emission hatte einen festen Zinssatz von 3,41 Prozent.

Die beiden Co-Lead Arranger Deutsche Bank und Goldman Sachs brachten die GRF CMBS zwei Monate später an den Markt. Die Emission war besichert durch ein Immobilienportfolio mit 92.278 Einheiten, darunter 76.600 Wohnungen mit einer Konzentration in großen städtischen Gebieten, darunter Bestände in West-Berlin, Hamburg, Bielefeld, Köln und Essen.

Nach diversen Blockverkäufen und Privatisierungen ist der Umfang des Gesamtportfolios inzwischen um fast 13.000 auf 79.285 Einheiten gesunken. Parallel dazu konnte die Restschuld aus der GRF-Verbriefung um 500 Millionen Euro gesenkt werden. Die jährlichen Mieteinnahmen betragen knapp 300 Millionen Euro.

Die Verbriefung hat eine Laufzeit bis zum 16. Oktober 2013 mit einer rechtlichen Endfälligkeit im August 2018. Es gibt also eine fünfjährige Tail period, während der eine Laufzeitverlängerung für die unterliegenden Kredite gewährt werden kann, ohne daß zugleich eine Verlängerung der Laufzeit der Anleihen beantragt werden müßte.

GRF verfügt über eine nicht in Anspruch genommene Liquiditätslinie bei der Lloyds Banking Group im Umfang von 200 Mio. Euro.

II.4.2 Woba-Verbriefung

Die Übernahmeschulden aus dem Woba-Ankauf in Dresden sind hälftig auf zwei Verbriefungsstrukturen verteilt (Wallace 2012) und zwar auf die CMBS loans Windermere IX und Deco 14 Pan Europe 5. Für die Gagfah besteht eine Restschuld aus beiden Verbriefungen in Höhe von 1,07 Milliarden Euro.

Die Gagfah hatte in Dresden für 1,78 Mrd. Euro 42.688 Wohnungen in 3.947 Gebäuden erworben. Dieser Kaufpreis entsprach einem Abschlag von knapp 5 Prozent gegenüber der von CBRE im März 2006 vorgenommenen Bewertung.

Die Woba-Portfolioakquisition wurde gemeinsam von der Deutschen Bank und dem Bankhaus Lehman Brothers finanziert. Die Übernahmekredite im Gesamtumfang €1,07 Mrd. hatten eine Laufzeit von 7 Jahren und waren ohne Möglichkeit der Durchgriffshaftung mit den von Fortress gehaltenen Gagfah-Aktien besichert.

Die Übernahmekredite wurden anschließend von den beiden Bankhäusern im Wege einer „Principal-Verbriefung“ an den Kapitalmarkt weitergereicht. In beiden Fällen wurden neben den Woba-Krediten noch andere Darlehen in die Verbriefung einbezogen.

Die Deutsche Bank hat ihren 50-prozentigen Anteil an den Senior-Darlehen in die 1,5 Mrd. Euro schwere Emission DECO 14 Pan Europe 5 eingebracht, während die Lehman Brothers ihre gleich große Senior Loan in der Zwei-Darlehens-CMBS-Verbriefung Windermere IX (Gesamtumfang 1,23 Mrd. €) verbrieft haben. Beide CMBS-Emissionen kamen im Frühjahr 2007 auf den Markt, also gerade noch rechtzeitig vor dem akuten Ausbruch der Finanzkrise.

Die Darlehen werden am 15. Mai 2013 fällig. Laut Brookland Partners soll es bei beiden Darlehen keine Verlängerungsoption geben. Die Gagfah hat nach einem Bericht der Börsenzeitung vom 11.5.2012 einen Kontakt mit den Anleihegläubigern mit dem Ziel einer Verhandlung über Änderungen der Rückzahlungsbedingungen eingeleitet: „Gagfah stehe mit zwei Investorengruppen in intensiven Verhandlungen über die Refinanzierung des im August 2013 auslaufenden Kredits von 2,1 Mrd. Euro (der Restschuld aus der GRF-Verbriefung, die Verfasser), führte Finanzchef Gerald Klinck in einer Telefonkonferenz aus. Spruchreif sei jedoch noch nichts.“ Inzwischen ist die Zeit für Verhandlungen schon äußerst knapp geworden. Als weitere Refinanzierungsoption bleibt der Verkauf größerer Teilportfolien. Im Fokus scheint dabei zunächst das Dresdner Portfolio zu stehen.

Die außergerichtliche Einigung mit der Stadt Dresden hat den Weg für die Refinanzierung der zweiteiligen Woba-Verbriefung im Umfang von €1,07 Mrd. geebnet. Nach einem Bericht der FTD⁷² hat die Gagfah die Investmentbank Leonardo damit beauftragt, einen Käufer für die noch rund 37.800 Dresdner Wohnungen zu finden. Die Einheiten stehen mit knapp 1,8 Mrd. Euro in den Büchern der Gagfah. Insider rechnen mit einem Verkaufserlös zwischen 1,5 und 1,7 Milliarden Euro. Es wäre also ein Verkauf unter Buchwert, der eine entsprechende Ergebnisbelastung für den Verkäufer nach sich ziehen würde. Die Gutachter vermuten, daß nach Ablösung der Woba-Verbriefung mindestens 500 Millionen Euro aus dem Woba-Verkauf freigesetzt werden sollen, um die GRF-Verbriefung teilweise abzulösen und damit deren Refinanzierungsaussichten zu verbessern.

In dem FTD-Artikel wird die Aktion als Notverkauf bezeichnet. Die Gagfah hat aus den beiden Großverbriefungen Schulden im Umfang von 3,2 Milliarden Euro, die im kommenden Jahr gemäß den Anleihebedingungen in einer Summe zurückgezahlt werden müssen. Die Refinanzierungsverhandlungen mit den Anleihegläubigern scheinen zu stocken und die operative Performance ist allenfalls durchschnittlich. Tatsache ist, daß die Gagfah Teilportfolios verkauft, um ihre Verschuldung abzubauen. Ob diese Aktivitäten Teil einer planvollen Exitstrategie der Investoren oder aus der Not geboren sind, ist von außen schwer zu beurteilen.

Die Erfolgsaussichten des Verkaufsplanes sind günstig, weil die Immobilienpreise deutschlandweit steigen, der Transaktionsmarkt sich belebt hat und sich der Dresdner Wohnungsmarkt zuletzt gut entwickelt hat. Als Käufer kommen neben institutionellen Investoren wie Versicherungen und Pensionskassen auch andere Finanzinvestoren in Frage. Wegen der Größe des Portfolios werden möglicherweise auch Käuferkonsortien als Bieter auftreten.

Allerdings ist nach den Bestimmungen des Kaufvertrags die Fortress auch im Verkaufsfall verpflichtet, die WOBA während der verbleibenden Bestandsschutzzeit als Unternehmen zu erhalten. Das schließt u.a. das Halten eines Mindestbestandes an Wohnungen im Stadtgebiet ein. Davon abgesehen muß die Fortress die Einhaltung der Dresdner Sozialcharta sichern. Das erfordert im Falle des Weiterverkaufs entsprechende Regelungen im Kaufvertrag, die auch einen neuen Eigentümer binden.

⁷² Wohnungsmarkt: Immobilienkonzern Gagfah vor Notverkauf, in: Financial Times Deutschland v. 02.05.2012

II.4.3 Dividendenpolitik und Aktienrückkäufe

Das Unternehmen hat seine Dividendenzahlungen inzwischen eingestellt. Nach Angaben des Unternehmens war die Aussetzung der Dividendenzahlung eine freiwillige geschäftspolitische Entscheidung der Gagfah-Hauptversammlung mit dem Ziel, vorrangig Mittel in Bestandsinvestitionen und den Schuldenabbau zu leiten.

Bis 2010 beliefen sich die Dividendenzahlungen alles in allem auf 721 Millionen Euro, von denen grob geschätzt 500 Millionen an die Fortress geflossen sein dürften. Hinzu kommen 853 Millionen Euro Erlöse aus dem Börsengang im Jahr 2006 sowie weitere Erlöse in unbekannter Höhe aus den nachfolgenden Aktienverkäufen. Man darf annehmen, daß bis heute schon mindestens 1,5 Milliarden Euro an die Fortress-Beteiligungsfonds zurückgeflossen sind, davon rund die Hälfte zu Lasten des beherrschten Unternehmens.

Jahr	Dividende absolut in Mio. €
2006	57,0
2007	166,9
2008	180,5
2009	180,6
2010	135,6

Tabelle B-15: Dividendenzahlungen der Gagfah 2006-2010

Quellen: Gagfah-Konzerngeschäftsberichte

Die unübersehbare Ausschüttungspräferenz des Großaktionärs ging in der Vergangenheit zu Lasten der Substanz. So wurden im Geschäftsjahr 2009 bei einem Jahresverlust von 75 Mio. Euro Dividenden in Höhe von 180 Mio. Euro ausgeschüttet.⁷³ Im darauffolgenden Jahr wurden bei einem knapp ausgeglichenen Ergebnis 135 Mio. Euro Dividenden verteilt. Diese Ausschüttungen wären bei einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht nicht möglich gewesen, da hier die Ausschüttungsmöglichkeiten durch den Jahresüberschuß nach Steuern und eventuelle Gewinnvorträge aus Vorjahren begrenzt sind. Die Konkurrenz der Rechtsformen in der Europäischen Union führt nach dem Eindruck der Gutachter tendenziell dazu, daß Finanzinvestoren gezielt die Rechtsformen wählen, die am besten für ihren strategischen Ansatz geeignet sind. Dagegen könnten allenfalls europäische Mindeststandards helfen, die Substanz ausschüttungen und andere Manipulationen im nationalen Aktienrecht aller Mitgliedsländer verbieten.

⁷³ Wenn man um die negativen Bewertungseffekte bereinigt, bleibt immer noch eine Substanz ausschüttung im Umfang von 75 Mio. Euro.

Seit dem Geschäftsjahr 2010 ist das Unternehmen dazu übergegangen, in großem Umfang eigene Aktien zurückzukaufen. Mit dem Rückkaufprogramm soll vermutlich in erster Linie der Wert der im Umlauf verbleibenden Aktien gesteigert werden.

II.5 Bilanz- und Erfolgsdarstellung

Der Konzernabschluß wird nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) erstellt. Der Abschluß ist dementsprechend wie bei der Deutschen Annington von bewertungsbedingten Ergebnisschwankungen geprägt.

in Mio. €	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ergebnis aus der Bewertung von Investment Properties	41,1	65,5	984,2	-233,0	-197,0	-69,5	-41,9
Wertänderungen der Vorratsimmobilien	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.
Bewertungsergebnis der Immobilien	41,1	65,5	984,2	-233,0	-197,0	-69,5	-41,9
Ergebnis vor Steuern	-252,8	159,7	1122,8	-119,5	-92,3	51,2	20,6
Bereinigtes Ergebnis	-293,9	94,2	138,6	113,5	104,7	120,7	62,5

Tabelle B-16: Wertveränderungen der Immobilien bei der Gagfah

Quelle: Geschäftsberichte 2005-2011

Bei der Gagfah haben Neubewertungen in den letzten Jahren das Konzernergebnis maßgeblich beeinflusst. Die Gagfah bewertet ihre Immobilienbestände allerdings seit geraumer Zeit nicht mehr selbst, sondern bedient sich mit CBRE eines unabhängigen externen Bewerter.

Bei der noch intern durchgeführten Bewertung im Geschäftsjahr 2007 ergab sich eine Anhebung der Immobilienwerte um fast eine Milliarde Euro. Seitdem haben die quartalsweisen Bewertungen jedoch meistens zu Anpassungen der Werte nach unten geführt. So hat in den Geschäftsjahren 2008 und 2009 allein die Abwertung der Investment Properties die Jahresergebnisse mit 430 Mio. Euro belastet. Ähnlich wie bei der Deutschen Annington handelt es sich hier um die Korrektur von überhöhten Wertansätzen aus der Vergangenheit, die ihrerseits Ausfluß einer an aktuellen Marktgegebenheiten orientierten Bewertungsmethodik sind. Mit der Einschaltung der externen Gutachter verbindet sich aber die Hoffnung auf eine zukünftig größere Bewertungsstabilität.

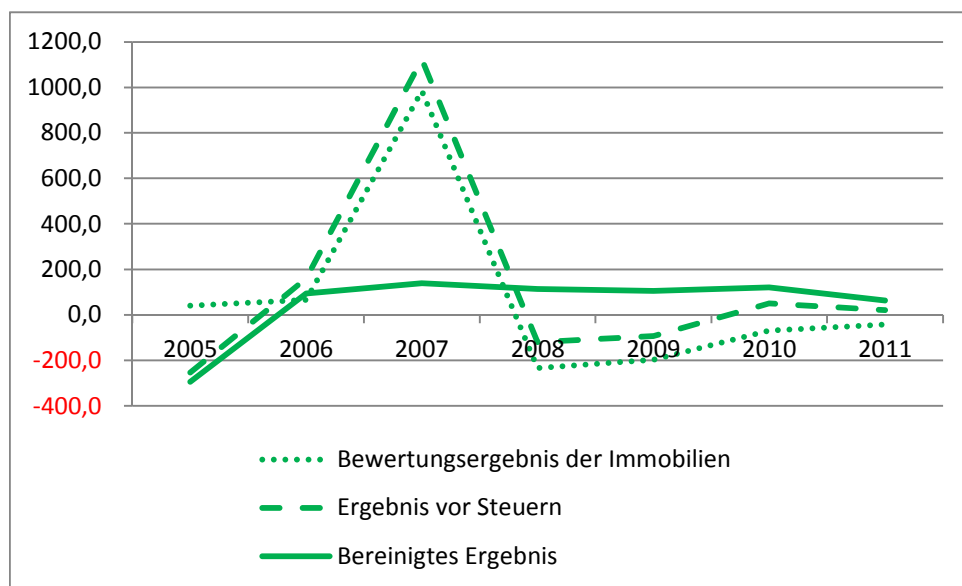


Abbildung B-18: Ergebnisentwicklung bei der Gagfah

Quelle: Geschäftsberichte 2005-2011

Der Einfluß des Bewertungsergebnisses auf das Gesamtergebnis war ähnlich dominant wie bei der Deutschen Annington.

Jahr	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Eigenkapitalquote	27,7%	26,0%	25,4%	25,1%	24,9%	25,5%
Dynamischer Verschuldungsgrad ⁷⁴	16,8	20,6	20,0	18,8	16,7	19,8
Eigenkapitalrentabilität ⁷⁵	3,93%	5,01%	4,32%	4,26%	5,24%	2,92%
Gesamtkapitalrentabilität ⁷⁶	3,68%	3,79%	3,97%	4,15%	4,50%	4,22%
Vervielfältiger ⁷⁷	14,8	16,7	15,8	15,0	14,5	14,4
ICR ⁷⁸	2,3	2,3	2,1	2,0	2,0	1,9

Tabelle B-17: Schlüsselkennzahlen der Gagfah

Quellen: Geschäftsberichte und eigene Berechnungen

⁷⁴ Bilanzielles Fremdkapital / Cash flow.

⁷⁵ Bereinigtes Ergebnis / Bilanzielles Eigenkapital.

⁷⁶ (Bereinigtes Ergebnis + Zinszahlungen) / Bilanzsumme.

⁷⁷ Wert der Investment Properties / Nettokaltmiete.

⁷⁸ Interest Cover Ratio (ICR): Der Zinsdeckungsgrad ist das Verhältnis die Nettomietlerlöse (Net Cold Rent NCR) zu den laufenden Zinszahlungen.

Die Gagfah ist nach Einschätzung der Gutachter aus fundamentaler Sicht etwas weniger krisenfest aufgestellt als die Deutsche Annington. Die Eigenkapitalquote liegt zwar bei der Gagfah etwas höher: Sie bewegte sich in den letzten Jahren mit geringen Schwankungen um die 25 Prozent herum. Auf der anderen Seite weist die Annington einen niedrigeren dynamischen Verschuldungsgrad auf.

Im Hinblick auf die Verzinsung des gebundenen Eigen- und Gesamtkapitals werden bei der Gagfah keine Spitzenwerte erreicht. Die entsprechenden Rentabilitäten lagen nach Bereinigung um Bewertungseffekte im Durchschnitt der Jahre 2006-2011 für das eingesetzte Eigenkapital bei 4,28 (Annington: 4,94 Prozent seit 2005) und für das insgesamt im Unternehmen gebundene Kapital bei 4,05 Prozent. Damit erscheint die Gagfah etwas weniger gewinnträchtig als die Deutsche Annington. Beim Vergleich dieser Rentabilitätskennziffern ist allerdings zu berücksichtigen, daß der Exit bei der Gagfah weiter fortgeschritten ist und bereits erhebliche Ausschüttungen an die Fondsinvestoren stattgefunden haben.

Der Immobilienbestand der Gagfah war bis zu den 2008 einsetzenden Abwertungen mit einem Mietvervielfältiger im Jahr 2007 in Höhe von 16,7 offensiv bewertet. Mit den Immobilienwerten sanken danach schrittweise auch die Vervielfältiger. Der Mietvervielfältiger für den Gesamtbestand liegt nun auf einem Niveau von 14,4 (Annington: 13,4).

II.6 Strategien und Werthebel der Gagfah

Nicht zuletzt aufgrund von Finanzierungsrestriktionen ist die Diversifikation und Erweiterung des Wohnungsbestandes durch Akquisitionen weitgehend zum Stillstand gekommen. Auf der anderen Seite sind Immobilienverkäufe bei der Gagfah inzwischen zu einem festen Bestandteil des Geschäftsmodells geworden. Diese Verkaufsaktivitäten könnten Teil der Exitstrategie der Fortress sein.

Der überwiegende Teil der Einnahmen der Gagfah stammt aber noch aus dem Vermietungsgeschäft. Das Unternehmen strebt danach, Wettbewerbsvorteile durch den Einsatz aller in Frage kommenden Werttreiber zu generieren:

- Abbau von Erlösschmälerungen durch aktive Vermietung leerstehender Wohnungen
- Mietsteigerungen (§§ 558, 559 BGB sowie im Rahmen der Fluktuation, Flatrent)
- Kostensenkung (z.B. Outsourcing, Verschlanung der Verwaltung, zentrale Beschaffung, Typisierung von Modernisierungspaketen)
- punktuelle Investitionen in Gebäude, Wohnungen und Quartiere
- Anpassungen der Organisationsstruktur

Die Gagfah hatte auf dem Gebiet der Effizienzsteigerung in der Immobilienbewirtschaftung in den vergangenen Jahren meßbare Erfolge vorzuweisen. Die Entwicklung der Kennzahlen in den letzten beiden Geschäftsjahren deutet jedoch darauf hin, daß das Ergebnispotential wesentlicher Werttreiber ausgereizt sein könnte. Die anfänglich vorhandenen Effizienzreserven in der Bewirtschaftung scheinen in Teilbereichen aufgebraucht zu sein.

Der konzernweite Leerstand hat in den Geschäftsjahren 2009 und 2010 zugenommen. Hier macht sich das Ausbleiben größerer Portfolio-Übernahmen mit entsprechendem Potential zum Leerstandsabbau bemerkbar. Auch beim Wachstum der Mieteinnahmen auf vergleichbarer Fläche hat die Dynamik nachgelassen. Die Verwaltungskosten je Wohneinheit konnten dagegen bis zuletzt weiter gesenkt werden (Kofner 2010b).

Werttreiber	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Leerstand Prozent	6,4	5,5	4,4	3,9	4,9	5,2	5,1
Verwaltungskosten pro Wohneinheit €	555	486	448	407	391	374	380
Instandhaltungsaufwand €/m ²	k.A.	7,43	8,62	8,72	6,61	6,36	8,47
CapEx Mio. €	k.A.	k.A.	k.A.	50,8	13,5	3,9	0,9
Mietanpassung same store gegenüber Vorjahr Prozent	k.A.	1,2	1,6	2,0	1,3	1,2	1,5

Tabelle B-18: Entwicklung wohnungswirtschaftlicher Kennzahlen 2005-2011

Quellen: Gagfah-Konzerngeschäftsberichte und Supplemental Data

II.6.1 Optimierung der Geschäftsabläufe

Auf der Führungsebene der Gagfah ist es zu einem kompletten Austausch der Kader gekommen. Niemand von der alten Geschäftsführung ist noch im Unternehmen. Außerdem fällt ins Auge, daß keine Deutschen und keine Wohnungswirte mehr in der Gagfah-Geschäftsführung vertreten sind. Insoweit besteht eine Parallele zur Deutschen Annington. Die Gutachter halten diese Strukturen für typisch und sie halten sie nicht nur für symbolisch bedeutsam. Dahinter verbirgt sich eine Loslösung von Sachzielen, Stakeholderbelangen und regionalen Bezügen.

Wie bei der Deutschen Annington wurde bei der Gagfah unmittelbar nach dem Abschluß der großen Übernahmetransaktionen mit dem Abbau des Personals begonnen. Die weitere Entwicklung der Personalbestände weist allerdings erhebliche Unterschiede auf. Während die Deutsche Annington mit dem BPR-Projekt Clear Water einen deutlichen Personalschnitt vollzogen hat, den sie in den Jahren danach schrittweise wieder zurückgenommen hat, hat die Gagfah 2009 ihren Personalbestand zunächst deutlich verstärkt und ihn dann anschließend im Einklang mit der Schrumpfung des Wohnungsbestandes wieder zurückgeführt.

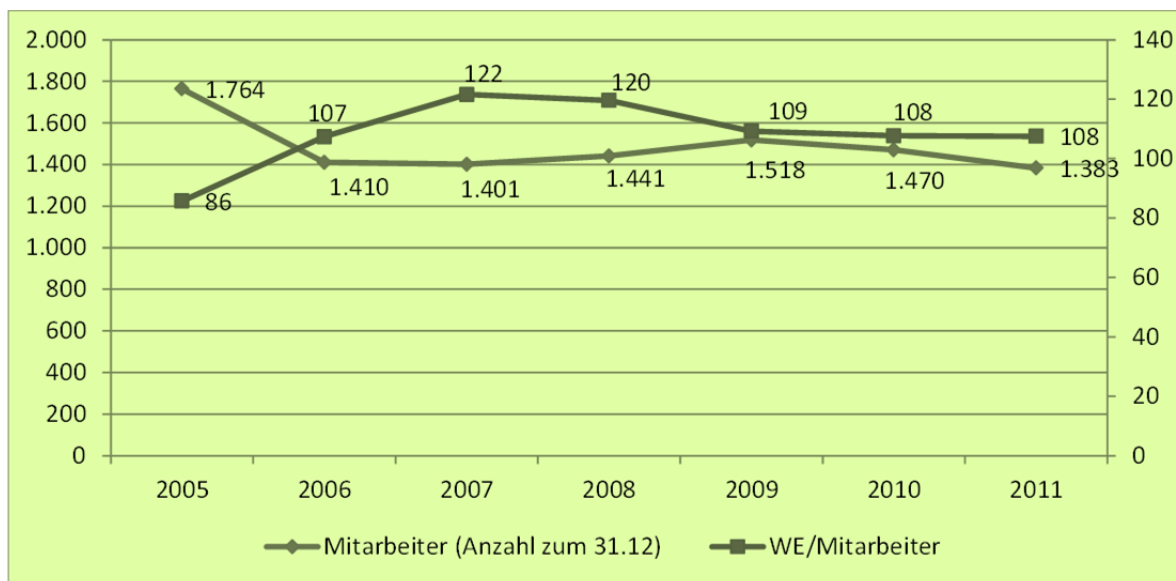


Abbildung B-19: Entwicklung des Personalbestandes der Gagfah 2005-2011, Mitarbeiter zum 31.12. und Wohneinheiten je Mitarbeiter (rechte Skala)

Quellen: Geschäftsberichte

Gemessen an der Kennzahl Wohneinheiten je Mitarbeiter scheint die Gagfah weniger effizient zu sein, doch sind die entsprechenden Kennzahlen auf diesem Gebiet nicht direkt vergleichbar, da bei der Gagfah mehr Leistungen (insbesondere Hausmeisterdienstleistungen) in der eigenen Organisation erbracht werden.

Die Alt-Gagfah hat in der Sozialcharta Bestimmungen zum Schutz der Belegschaft, die denen der LEG ähneln.⁷⁹ Insbesondere sind betriebsbedingte Kündigungen und Versetzungen von Mitarbeitern ausgeschlossen. Die Laufzeit dieser Vereinbarung reicht aber nur bis 2014. Außerdem können solche Bestimmungen durch Abfindungsangebote und „Sprinterprämien“ (gestaffelte Abfindungen) nach Unternehmensübernahmen umgangen werden.

Wegen der begrenzten Laufzeit der Charta und der Beobachtung, daß gerade „die guten Bestände“ verkauft werden, haben sich in der Gagfah-Belegschaft massive Ängste aufgebaut. Die Mitarbeiter fragen sich, wie es weitergeht, wenn 2014 die Sozialcharta ausgelaufen ist. Das Narrativ vom langfristigen Bestandhalter findet auch in der eigenen Belegschaft immer weniger Glauben.

Der Umzug der Hauptverwaltung nach Mühlheim-Broich in eine leerstehende Gewerbeimmobilie aus dem eigenen Bestand hat zu einer deutlichen Verschlechterung der Arbeitsbedingungen für die mehr als 200 betroffenen Mitarbeiter geführt, die zum Teil als fehlende Wertschätzung der Mitarbeiter durch das Unternehmen empfunden wird. Hier spielt möglicherweise der andere kulturelle Hintergrund der Entscheidungsträger eine Rolle (Herkunft aus

⁷⁹ Die Woba hat eine ähnliche Sozialcharta, die gerade in einigen Punkten verschärft und verlängert worden ist.

Ländern mit überwiegend gemessen an deutschen Verhältnissen schlechten Arbeitsbedingungen für Bürokräfte).

II.6.2 Mieterhöhungen und Leerstand

Auch bei der Gagfah ist das Hauptziel in der Bewirtschaftung des Wohnungsbestandes die Steigerung der Mieteinnahmen bei gleichzeitiger Reduktion der Bewirtschaftungskosten. Sowohl bei der Erhöhung der Mieten als auch bei der Reduktion der Leerstandsquoten war die Gagfah ähnlich wie die DAIG bis 2008 sehr erfolgreich. Danach haben beide Unternehmen die Erfahrung gemacht, daß das Optimierungspotential dieser beiden Werttreiber sich zu erschöpfen begann. Die Leerstandsquote stieg auch bei der Gagfah im Geschäftsjahr 2009 spürbar an, wenn auch nicht so sprunghaft wie bei der Deutschen Annington. Eine wesentliche Reduktion des erhöhten Leerstandsniveaus ist seitdem nicht gelungen. Die Mieteinnahmen konnten zwar weiter gesteigert werden, dies aber nur noch mit abnehmender Rate.

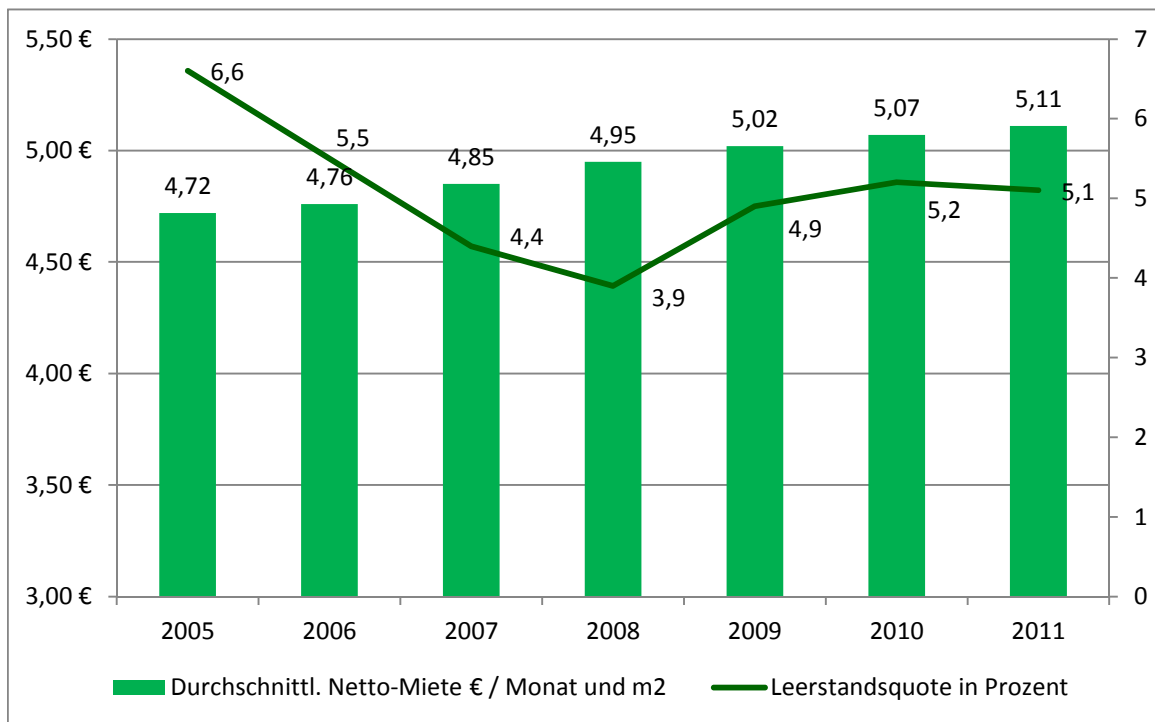


Abbildung B-20: Entwicklung der Leerstandsquote und der durchschnittlichen Nettokaltmiete bei der Gagfah

Quellen: Geschäftsberichte

Der Leerstand ist sehr ungleichmäßig auf die einzelnen Gagfah-Standorte verteilt. Standorte wie Hamburg (0,8 Prozent), Freiburg (1,2 Prozent), Göttingen (0,1 Prozent), Frankfurt a.M. (1,1 Prozent) und Dortmund (1,1 Prozent) weisen sehr geringe Leerstandsquoten auf, während Standorte wie Heidenheim (12,7 Prozent), Zwickau (15,9 Prozent), Bremen (9,0 Prozent) und Duisburg (21,2 Prozent) von weit überdurchschnittlichen Leerstandsquoten gekennzeichnet sind.

Die durchschnittliche Nettokaltmiete pro Monat betrug bei der Gagfah im Jahr 2011 5,11 €/m² (2010: 5,07 €/m²). Die Mieten der Gagfah stiegen seit 2005 um 8,3 Prozent und damit deutlich schneller als die Neu- und Wiedervermietungsmieten nach den Zahlen des BBSR im selben Zeitraum (plus 6,2 Prozent). Auch im Vergleich mit dem Index der Wohnungsmieten des Statistischen Bundesamtes (plus 7,7 Prozent) haben sich die Gagfah-Mieten dynamischer entwickelt. Die Gagfah hat insbesondere auch in den Jahren 2006 und 2007, als die Mietindizes mehr oder weniger stagnierten, spürbare Mietsteigerungen realisiert. Für die Interpretation der Mietsteigerungen in der Vergangenheit ist außerdem der hohe Anteil an Sozialwohnungen von knapp 15 Prozent bei der Gagfah von Bedeutung: Die Mieten im frei finanzierten Bestand sind vermutlich schneller gestiegen als im Gesamtbestand.

Standort	Leerstand 2011 %	NKM 2006	NKM 2011	Prozentuale Erhöhung im gesamten Zeitraum	Jahresdurchschnittliche Erhöhung in Prozent
Berlin	2,4	4,38	4,97	13,5	2,7
Dresden	5,1	4,36	4,77	9,4	1,9
Hamburg	0,8	5,08	5,51	8,5	1,7
Bielefeld	1,8	4,2	4,54	8,1	1,6
Essen	7,6	5,11	5,32	4,1	0,8
Köln	3,2	6,02	6,52	8,3	1,7
Iserlohn	7,5	4,36	4,49	3,0	0,6
Bocholt	3,4	k.A.	4,98	k.A.	k.A.
Duisburg	21,2	4,32	4,58	6,0	1,2
Leverkusen	4,1	5,29	5,48	3,6	0,7
Dortmund	1,1	4,64	4,73	1,9	0,4

Tabelle B-19: Entwicklung der Durchschnittsmieten (Nettokaltmieten NKM) an ausgewählten Gagfah-Standorten zwischen 2006 und 2011⁸⁰

Quellen: Geschäftsberichte

Die Entwicklung der Mieten an den wichtigsten NRW-Standorten der Gagfah war in den letzten Jahren uneinheitlich. Dies kann anhand der zwischen 2006 und 2011 (jeweils 31.12.) verzeichneten Entwicklung der erzielten Durchschnittsmieten an den verschiedenen Gagfah-Standorten in NRW gezeigt werden. Während an Standorten wie Bielefeld und Köln im Zeitraum 2006-2011 die Quadratmetermieten um mehr als 8 Prozent gesteigert werden konnten, war die Mietentwicklung am Standort Dortmund sehr verhalten.

II.6.3 An- und Verkaufsaktivitäten

Der Verkauf von Wohnungen gehörte von Anfang an zum Geschäftsmodell der Gagfah. Auch in den Jahren des rapiden Bestandsaufbaus durch Großübernahmen sind stets in einer gewissen Größenordnung Wohnungen verkauft worden. Die Begründung von Wohnungseigentum

⁸⁰ Die Angaben zu den Miethöhen sind nicht same store-bereinigt. Sie könnten also zum Teil durch Verkäufe mit über- oder unterdurchschnittlichen Mieteinnahmen verzerrt sein.

Gagfah

zum Zwecke der Einzelprivatisierung an Mieter, Selbstnutzer oder Kapitalanleger stand dabei aber weniger im Vordergrund als bei der Deutschen Annington.

Der Wohnungsbestand der Gagfah erreichte zum Jahresende 2008 mit mehr als 172.000 Wohneinheiten im Eigenbestand seinen Höhepunkt. Die nachfolgenden Geschäftsjahre waren von einer spürbaren Schrumpfung des Gesamtbestandes durch Nettoverkäufe von insgesamt 23.600 Wohnungen geprägt (entspricht 13,7 Prozent des Bestandes von 2008). Der Anteil der Einzelprivatisierungen an den gesamten Bruttowohnungsverkäufen lag zwischen 2009 und 2011 bei 26 Prozent.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Wohnimmobilieneigenbestand (Anzahl WE zum 31.12.)	84.000	151.223	151.366	170.316	172.298	165.789	158.314	148.694
Wohnungsverkäufe (Anzahl WE)		456	1.073	2.438	4.777	5.329	11.598	7.605
<i>davon Privatisierung</i>		k.A.	966	k.A.	k.A.	2.394	984	3.018
<i>davon sonstige Verkäufe</i>		k.A.	107	k.A.	k.A.	2.935	10.614	4.587
<i>Anteil Privatisierung an allen Verkäufen</i>			90,03%			44,92%	8,48%	39,68%
Erlöse aus Veräußerung, Mio. ₤		k.A.	112,6	187,9	206,0	262,5	531,5	388,8
Erlöse aus Veräußerung, ₤ pro WE		k.A.	104.900	77.071	43.123	49.259	45.827	51.124
Buchwerte der abgegangenen Immobilien, Mio. ₤		k.A.	91,7	134,5	137,3	k.A.	k.A.	k.A.
Rohergebnis aus Vertrieb, Mio. ₤		k.A.	11,6	33,8	51,5	k.A.	k.A.	k.A.
Marge, Prozent		k.A.	11,5	22,0	33,0	k.A.	k.A.	k.A.

Tabelle B-20: Kennzahlen zu den Verkaufsaktivitäten der Gagfah

Die Veräußerungserlöse pro Wohneinheit liegen bei der Gagfah seit 2008 auf einem im Vergleich mit der Deutschen Annington sehr bescheidenen Niveau: In den Geschäftsjahren 2008 bis 2011 wurden lediglich 47.333 Euro je Wohneinheit Erlöst (Vergleichswert Deutsche Annington: 75.827 Euro). Die Gründe für diese große Differenz liegen in dem höheren Privatisierungsanteil bei den Verkäufen der DAIG und den sogenannten „Non core-Verkäufen“ der Gagfah, bei denen nur sehr niedrige Mietvervielfältiger erzielt werden.

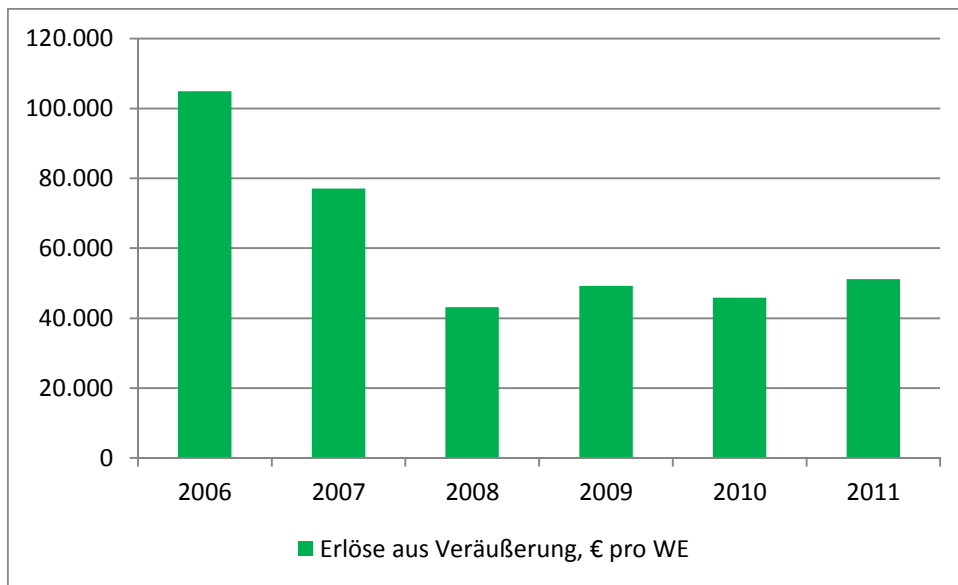


Abbildung B-21: Erlöse aus der Veräußerung von Wohnungen der Gagfah 2006-2011

Quellen: Geschäftsberichte

Alles in allem realisiert die Gagfah wesentlich höhere Brutto- und Nettoverkaufsquoten als die Deutsche Annington und dementsprechend fallen auch die absoluten Veräußerungserlöse deutlich höher aus. Die Deutsche Annington erzielt dagegen deutlich höhere Verkaufspreise pro Wohnung.

II.6.4 Geschäftsprozeßneugestaltung

Die (vorübergehende) Umstellung auf Call Center in der Form einer Zusammenarbeit mit dem Call Center-Betreiber Net Cologne (2007 / 2008) war ein Fehlschlag. Angeblich diente diese Maßnahme der Verbesserung der Erreichbarkeit und der Verbesserung der Allokation des Personals gemäß Ausbildung und Erfahrung (Effizienzsteigerung). Die Erfahrungen mit dem Outsourcing des Call Centers waren im Hinblick auf Erreichbarkeit und Kompetenz offenbar so schlecht, daß diese Funktion nach kurzer Zeit wieder in die eigene Organisation zurückgeholt wurde.

Der Mißerfolg ist auch damit zu erklären, daß die Voraussetzungen, z.B. Investition in Schulungsmaßnahmen der Call Center-Beschäftigten, nicht gegeben waren. Die Deutsche Annington ist hier anders vorgegangen. Sie hat von Anfang an eigenes Personal im Call Center eingesetzt, wenn auch nicht genügend davon.

Die Gagfah verfügt mit der Tochtergesellschaft VHB über eine schlagkräftige „Hausmeisterservicegesellschaft“. Es handelt sich hier um einen Hausmeisterservice im klassischen Sinne, der auch Kleinreparaturen mit einschließt. Die Hausmeister sind bestimmten Objekten zugeordnet und fungieren somit aus der Sicht der Mieter als feste Ansprechpartner vor Ort. Die Mieter haben „ihren Hausmeister“. Die Deutsche Annington hat nun offenbar die Vorteile dieses Modells erkannt und will die eigene Organisation mit entsprechenden Kräften verstärken.

Die Bestände der Deutschen Annington sind viel stärker räumlich konzentriert als die der Gagfah (alleine etwa 70.000 Wohneinheiten im Ruhrgebiet). Das hat historische Gründe. Der Bestand der Gagfah streut dagegen viel breiter über das gesamte Bundegebiet (die Alt-Gagfah war in Westdeutschland nahezu flächendeckend aufgestellt). Die unterschiedliche räumliche Verteilung der Bestände hat Rückwirkungen auf die Regionalstruktur der jeweiligen Organisation. Die Deutsche Annington weist einen hohen Grad an funktionaler Zentralisierung auf, während die Gagfah viel stärker regional aufgestellt ist.

Bei der Gagfah sind zwar einzelne regionale Niederlassungen geschlossen worden, z.B. München. Doch wurde das Niederlassungssystem insgesamt aufrecht erhalten. Allerdings wurden regionale Niederlassungen zusammengefaßt und bestimmte Funktionen zentralisiert. Die Gutachter schätzen diese Entwicklung so ein, daß die Gagfah sich angesichts der breiten regionalen Streuung ihrer Bestände bereits in der Nähe des für das Unternehmen optimalen Zentralisierungsgrades bewegt. Wenn es zu weiteren Portfoliobereinigungen kommt, sind allerdings entsprechende organisatorische Anpassungen nicht ausgeschlossen.

Planung, Ausschreibung, Bauleitung und technische Rechnungsprüfung sind bei der Gagfah an externe Projektmanagement-Unternehmen vergeben. Unabhängig davon werden Kleinreparaturen jedoch von den eigenen Hausmeistern durchgeführt. Die Hausmeister führen inzwischen nahezu die Hälfte der Reparatur- und Instandhaltungsarbeiten sowie typische Facility-Management-Aufgaben wie z.B. Gartenpflege und Winterdienst selbst durch. (Geschäftsbericht 2010, S. 18).

Die Unterschiede zwischen der Gagfah und der Deutschen Annington auf der operativen Ebene sind auffällig. Die Gagfah hat ihr Call Center-Experiment schnell wieder rückgängig gemacht. Bei der Gagfah gab es stets die Hausmeistertochter mit der entsprechenden Objektzuordnung. Das Unternehmen hat weniger operativen Aktionismus entfaltet als die Deutsche Annington. Es gab bei der Gagfah keine Parallele zu dem BPR-Projekt „Clear Water“ bei der Deutschen Annington. Aus der Sicht der Mieter hat die Gagfah alles in allem besser funktioniert. Das lag zum einen daran, daß weniger einschneidende Organisationsreformen durchgeführt worden sind⁸¹ und zum anderen daran, daß es in den einzelnen Siedlungen immer feste Ansprechpartner in der Form der Hausmeister mit Objektzuordnung gab.

II.7 Quo vadis Gagfah?

Die Gagfah ist verglichen mit der Deutschen Annington weniger gewinnträchtig und das Ergebnispotential wesentlicher Werttreiber scheint allmählich ausgereizt zu sein. Die verhaltene Performance auf der Investment-Ebene darf aber nicht mit einem wirtschaftlichen Mißerfolg aus Sicht der Fortress und der Fondsinvestoren gleichgesetzt werden. Diese haben schon eine beachtliche Wegstrecke auf dem Weg zum endgültigen Exit zurückgelegt und die Aussichten

⁸¹ Größere Geschäftsprozeßneugestaltungen verbrauchen knappe Management-Ressourcen und beeinträchtigen in der Regel auch vorübergehend die Leistungsfähigkeit der Organisation gegenüber den Kunden.

darauf, daß sie sich am Ende mit Gewinn verabschieden können, sind trotz des schwierigen Kapitalmarktumfeldes gar nicht ungünstig.

Die Gagfah unterliegt als Aktiengesellschaft, die zudem von renditehungrigen REPE-Fonds beherrscht wird und zum Teil aufgrund von Verbriefungen gegenüber Zweckgesellschaften verpflichtet ist, einem dreifachen Rendite- und Performancedruck vom Kapitalmarkt. Sie sieht sich gezwungen, die unterschiedlichen Shareholdergruppen auf der Kapitalseite mit guten Nachrichten und optimistischen Geschäftsaussichten bei Laune zu halten und die getroffenen Vereinbarungen zu erfüllen. Unter einem entsprechenden Leistungsdruck stehen die Angestellten der Gagfah. Im Rahmen des „Management by objectives“ wird periodisch über den Stand der Zielerreichung berichtet. Wenn vereinbarte Kennzahlen nicht erfüllt werden, werden unmittelbar und konsequent Gegenmaßnahmen ergriffen.⁸²

Bei den Verkaufsaktivitäten der Gagfah stehen die Liquiditätsbeschaffung und der Schuldenabbau im Vordergrund, weniger dagegen die Ergebnisverbesserung. Die mit den Wohnungsverkäufen erzielten Erlöse gehen zu Lasten zukünftiger Gewinnpotentiale des Unternehmens. Außerdem verschlechtert sich wegen der negativen Selektion die Qualität des verbliebenen Wohnungsbestandes.

Die am Jahresergebnis gemessene Performance der Gagfah ist ebenso bescheiden wie instabil, da wegen der IFRS-Bilanzierung ständige Bewertungskorrekturen vorgenommen werden müssen. Dabei darf man nicht vergessen, daß eine ganze Palette bilanzkosmetischer Maßnahmen das Ergebnis oder die Liquidität des Gagfah-Konzerns aufhübscht: Der größte Teil der Fremdmittel ist tilgungsfrei, die kurzfristige Finanzierungsstruktur spart Zinsen und auch die ausgebliebenen Instandhaltungen und Investitionen wirken sich optisch günstig aus.

Das ganze Unternehmen bietet mit seiner derzeitigen Portfolio- und Finanzierungsstruktur aus kaufmännischer Sicht keine Basis, mit der man durch nachhaltiges Wirtschaften zweistellige Eigenkapitalrenditen erzielen könnte.

Das größte Problem der Gagfah ist die im kommenden Jahr anstehende Refinanzierung der beiden Großverbriefungen. Nach Einschätzung der Gutachter wird die Fortress das Dresdner Portfolio und möglicherweise auch noch andere Teilportfolios kurzfristig zu verkaufen versuchen und die Verkaufserlöse zur Ablösung bzw. Rückführung der Restschuld aus den beiden Verbriefungen verwenden. Der Exit der Fortress auf die beschriebene Weise bedeutet wahrscheinlich, daß das Unternehmen Gagfah in Teilportfolios zerlegt wird und die Teilportfolios bei verschiedenen Eigentümern landen.

⁸² Die Gagfah-Sachbearbeiter werden nach Angaben eines Insiders über ein Anreizsystem gesteuert (Schreiber 2010). Sie verwalten im Schnitt 650 Wohnungen und werden nach Umsatz bezahlt. Wird ein vorher festgelegter und ehrgeizig berechneter Mietumsatz eingehalten, erhalten die Mitarbeiter ein zusätzliches Monatsgehalt. Machen etwa Bewohner wegen Bauarbeiten Mietminderungen geltend, wiegeln viele Sachbearbeiter das ab, solange es geht. „Bringt ein Sachbearbeiter seinen Umsatz nicht, wird er abgemahnt. Manche wissen sich nicht anders zu helfen, als die Mieter anzulügen“, sagte ein anderer Insider, der anonym bleiben will, der Financial Times Deutschland.

Der Fall der Gagfah zeigt exemplarisch die Risiken, die sich aus den Verkäufen öffentlicher und sozial gebundener Wohnungsbestände an Finanzinvestoren ergeben können. Ein ehemaliger Mitarbeiter der Gagfah, der von der Monitor-Redaktion nach seiner Einschätzung der weiteren Entwicklung des Unternehmens befragt wurde, hat es wie folgt formuliert: „Fortress schöpfte die Sahne vom Cappuccino ab. Mittlerweile ist nur noch der Kaffeesatz übrig. Gute Unternehmen sind herabgewirtschaftet worden, ausgesaugt in der Substanz und zu Lasten der Bewohner. Fortress wird sich rausziehen und dann wird ein zerrissenes Gebilde von Restimmobilien übrigbleiben, schlechte Lagen, schlechte Bausubstanz mit ghettohaften Großsiedlungen. Dann können die Kommunen sehen, wie sie mit diesen Vierteln umgehen.“

B.III LEG

Die Landesentwicklungsgesellschaft NRW GmbH Düsseldorf, kurz LEG, ist mit einem Bestand von 90.180 Wohnungen eines der größten Immobilienunternehmen in Deutschland. Die LEG wurde im September 2008 privatisiert und befindet sich seitdem über eine Holding im Besitz der „Whitehall Real Estate Funds“ und weiteren von der amerikanischen Investmentbank Goldman Sachs verwalteten Fonds. Neben dem Wohnungsbestand der LEG, welcher sich nahezu ausschließlich in Nordrhein-Westfalen befindet, gehören außerdem Gewerbeobjekte, Garagen und Stellplätze zu ihrem eigenen Bestand. Der Wohnungsbestand der LEG besteht hauptsächlich aus ehemaligen Sozialwohnungen. Die früheren Eigentümer waren in der Regel gemeinnützige Wohnungsunternehmen, welche als Tochtergesellschaften der LEG-Mutter überwiegend eigenständig agierten. Darüber hinaus ist ein großer Teil des Bestandes dem ehemals gemeinnützigen Wohnungsunternehmen „Neue Heimat“ zuzuordnen. Als dieses Unternehmen 1987 in Konkurs ging, übernahm die LEG 38.000 Wohnungen aus dessen Bestand in NRW.

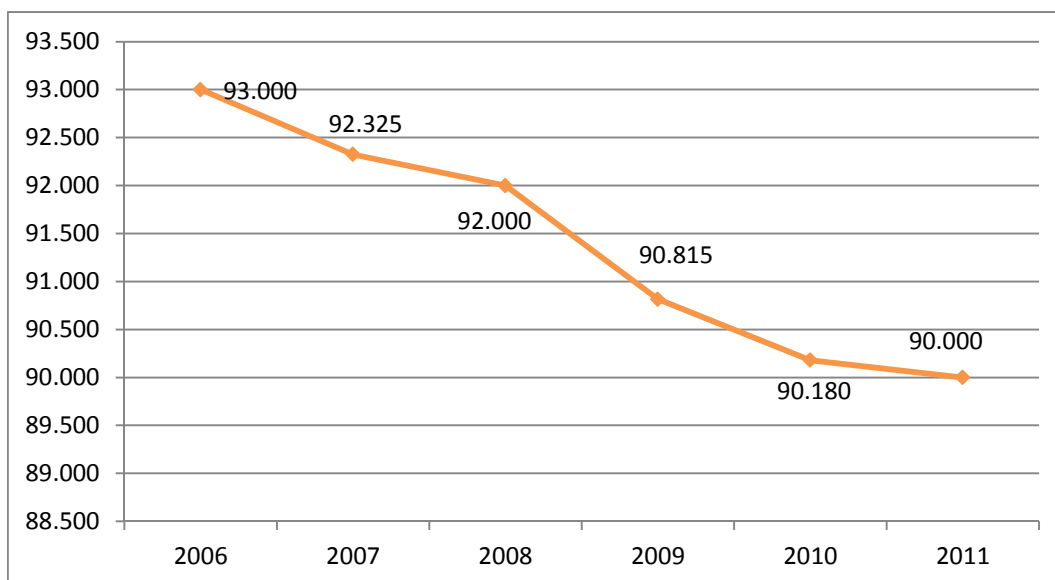


Abbildung B-22: Wohnimmobilieneigenbestand der LEG (Anzahl WE zum 31.12.)

Quellen: Geschäftsberichte

Angaben für 2006 und 2011 von den Gutachtern geschätzt

Die LEG entstand 1970 durch Fusion von vier bereits bestehenden Unternehmen. Bei diesen handelte es sich um zwei Heimstätten und zwei Siedlungsgesellschaften, jeweils eine davon aus dem Rheinland und eine aus Westfalen. Diese Unternehmen waren Dienstleistungsunternehmen, die jedoch Tochterunternehmen hatten, welche Wohnungsbestände hielten. Die LEG wurde als Dachgesellschaft für diese bestandshaltenden Töchter gegründet, wobei die Muttergesellschaft LEG als reiner Dienstleister vorgesehen war und zunächst nach dem Gesellschaftsvertrag auch keinen eigenen Wohnungsbestand halten durfte. Nach einigen Jahren

wurde dies jedoch geändert, so daß auch die LEG-Mutter in die Wohnungsbewirtschaftung einsteigen konnte. Zuletzt gehörte die LEG zu etwa 68 Prozent der Beteiligungsverwaltungsgesellschaft des Landes Nordrhein-Westfalen und zu 22 Prozent der NRW.Bank.⁸³

III.1 Gesellschaftsrechtliche Struktur der LEG

Hauptgesellschafter des LEG-Konzerns ist heute die Lancaster GmbH & Co. KG, welche mit 82,7 Prozent die Mehrheit der Anteile hält. Darüber hinaus hält die Rote Rose GmbH & Co. KG 15,4 Prozent der Gesellschafteranteile. Lancaster ist eine Beteiligungsgesellschaft der Whitehall Funds und anderer von Goldman Sachs gemanagter Fonds. Die Firma Rote Rose ist eine Beteiligungsgruppe, welche von der luxemburgischen Tochter der amerikanischen Perry-Investoren-Gruppe kontrolliert wird.⁸⁴ Die beiden bis dahin unbekanntenen Unternehmen sind mit einem Stammkapital von je 25.000 Euro ausgestattet. Die LEG selbst ist mit 1,8 Prozent am Konzern beteiligt. Vor der Privatisierung hatte die LEG 58 Eigentümer. Die Bewirtschaftung der Bestände wird unter den Bedingungen einer wesentlich höheren Renditeerwartung der neuen Gesellschafter vorgenommen, wobei vertragliche Vereinbarungen allerdings die Spielräume begrenzen.

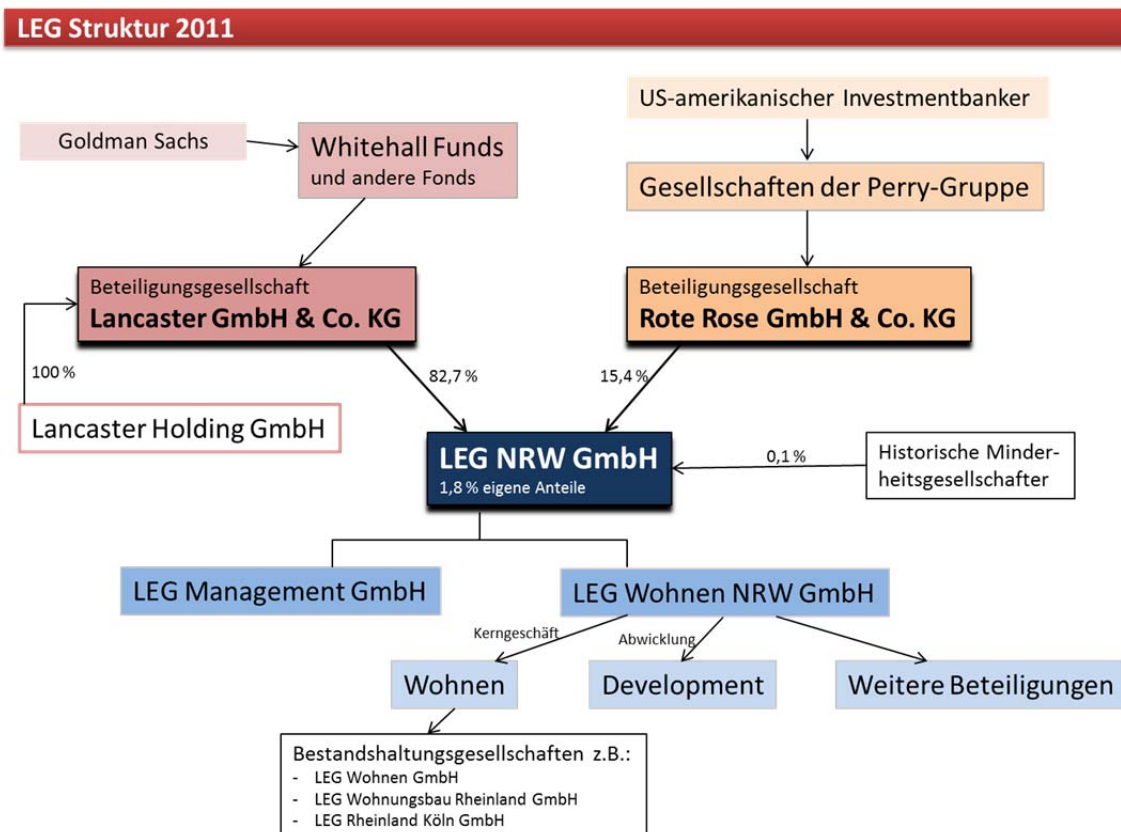


Abbildung B-23: Gesellschaftsrechtliche Struktur der LEG

⁸³ LEG 2000.

⁸⁴ Informationsblatt der Geschäftsführung 2009.

Vor der Umstrukturierung der LEG war der Wohnungsbestand Teil einer verschachtelten Konzernstruktur, die sich aus Whitehall Fonds, Zwischenholdings sowie verschiedenen (vermögensverwaltenden, bestandshaltenden und operativen) Tochtergesellschaften zusammensetzte. Innerhalb dieser Konzernstruktur waren zu unterscheiden:

- Lancaster-Konzern als Konzernobergesellschaft der LEG-Gruppe, hält 82,7 Prozent der Anteile, Rote Rose GmbH & Co. KG ist ebenfalls eine Erwerbsgesellschaft und hält 15,4 Prozent
- Zentrale Steuerung (LEG Management GmbH)
- Zentrales Bestandsmanagement (LEG Wohnen NRW GmbH)
- Beteiligungsgesellschaften (LEG Beteiligungsverwaltungsgesellschaft mbH, LCS Consulting und Service GmbH, EGRP Entwicklungsgesellschaft Rhein- Pfalz GmbH & Co. KG)
- Bestandshaltende Gesellschaften
 - LEG NRW GmbH
 - LEG Wohnen GmbH
 - LEG Wohnungsbau Rheinland GmbH
 - LEG Rheinland Köln GmbH
 - LEG Vertrieb und Consulting GmbH
- Beteiligungsgesellschaften
 - GWN Gemeinnützige Wohnungsgesellschaft Nordwestdeutschland GmbH
 - GeWo Gesellschaft für Wohnungs- und Städtebau Castrop-Rauxel mbH
 - Ravensberger Heimstättengesellschaft mbH
 - Ruhr-Lippe Wohnungsgesellschaft mbH
 - Wohnungsgesellschaft Münsterland mbH
 - GBS Gemeinnützige Bau- und Siedlungsgesellschaft Höxter-Paderborn mbH

Zum Zeitpunkt des Verkaufs bestand die LEG aus drei Geschäftsbereichen nämlich aus dem Bereich Wohnen, der Sparte Public Services und dem Development:

- Die Sparte Development, bestehend aus den vier regionalen, in Nordrhein Westfalen tätigen Standort- und Projektentwicklungsgesellschaften sowie der LEG Bauträger GmbH, wurde nach dem Verkauf nicht weitergeführt und sollte unter Beachtung der Vorgaben aus der Sozialcharta komplett oder in Teilen veräußert werden.
- Die Sparte Public Services wurde aus dem LEG-Konzern ausgegliedert und an das Land NRW verkauft. Die Teile der Sparte, die überwiegend als Dienstleister für den LEG-Konzern tätig waren, wurden vorab in die LEG-Management GmbH eingegliedert.
- Die Sparte Wohnen wird das Kerngeschäft der LEG, das operative Geschäft wird in der LEG Wohnen GmbH zusammengefasst.⁸⁵

⁸⁵ Geschäftsberichte 2008-2010.

Unter der Bezeichnung „Project ONE“ wurde die Konzernstruktur in einem mehrjährigen Prozeß restrukturiert und vereinheitlicht. Bereits beim Verkauf der LEG-Gruppe verblieb der Bereich Stadtentwicklung beim Land NRW. Die Sparte Development wurde im Zuge der Umstrukturierung ausgelagert und somit nicht weitergeführt. Die Kernsparte Wohnen bewirtschaftet 89.926 Wohnungen, die restlichen 254 Wohnungen werden von anderen LEG-Sparten bewirtschaftet. Die Bestände der LEG-Gesellschaften werden über drei regionale LEG Wohnen GmbHs bewirtschaftet. Nach der im April 2010 abgeschlossenen Umstrukturierung besteht die LEG-Gruppe aus der Kernsparte Wohnen und der Sparte Sonstiges, wobei die Kernsparte Wohnen das operative Geschäft und die Sparte Sonstiges vor allem die konzerninternen Dienstleistungen abbildet. Somit sind aus den elf Wohnungs- und Verwaltungsgesellschaften die LEG Management GmbH und die LEG Wohnen NRW GmbH hervorgegangen, so daß die zuvor eigenständigen Wohnungsgesellschaften in ihrem traditionellen Rahmen nicht mehr existieren. Durch die Neuorganisation sollte eine zentrale und einheitliche Steuerung der LEG-Gruppe realisiert werden, die eine effiziente dezentrale Bewirtschaftung der Wohnungen ermöglicht⁸⁶.

Die zentrale Steuerung und **unternehmerische Leitung** des LEG-Konzerns liegt bei der LEG Management GmbH mit Sitz in Düsseldorf. Die Geschäftsführung des LEG-Konzerns besteht aus dem Konzernchef Thomas Hegel (CEO), der ebenfalls Geschäftsführer der Lancaster GmbH & Co. KG sowie der Rote Rose GmbH & Co. KG ist, dem für die LEG-Financen zuständigen Geschäftsführer Eckhard Schultz (CFO) und dem Mitglied der Geschäftsleitung Holger Hentschel (HOO), welcher für die operative Hausbewirtschaftung verantwortlich zeichnet.

Seit der Privatisierung werden die Anteile des LEG-Konzerns überwiegend von der Lancaster GmbH & Co. KG gehalten, welche eine 100-prozentige Beteiligungsgesellschaft der Lancaster Holding GmbH ist. Aus der Umstrukturierung des Konzerns im Rahmen von Project ONE haben sich auch Veränderungen der Beteiligungsstrukturen in Bezug auf die bestandshaltenden Tochtergesellschaften der LEG ergeben. Die ehemaligen Töchter der LEG, welche vormals als bestandshaltende Beteiligungsgesellschaften ihre Bestände eigenständig bewirtschafteten, sind inzwischen voll konsolidiert. Die Beteiligungsstrukturen wurden insofern stark vereinfacht. Seitdem findet die Bewirtschaftung der Bestände nicht länger vor Ort statt, sondern über die zentrale und einheitliche Steuerungsstelle in Düsseldorf, was eine Effizienzsteigerung der Geschäftsprozesse durch die Realisierung von Einsparpotentialen bewirken soll.

Die über viele Jahre gewachsene Struktur der LEG aus verschiedenen Tochter- und Beteiligungsgesellschaften war für Anleger und Investoren schwer zu durchschauen. Eine Umstrukturierung und Vereinfachung der Konzernstrukturen war für den Investor zur Hebung von Einsparpotentialen und auch im Hinblick auf einen möglichen Weiterverkauf des Unternehmens ein notwendiger Schritt. Eine weitere Folge dieser Maßnahme ist ein größerer Hand-

⁸⁶ Geschäftsberichte 2007-2010.

lungsspielraum der LEG-Mutter, da die zuvor eigenständig wirtschaftenden Beteiligungsgesellschaften auch die Einnahmen aus der Wohnungsbewirtschaftung verwalteten und diese nicht an den Mutterkonzern abführten. Fraglich ist jedoch, ob sich die räumliche Zentralisierung der Entscheidungseinheiten auch günstig auf die Mieter der LEG auswirkt. Wurden Entscheidungen zuvor persönlich und vor Ort getroffen, geht der Weg nun über die Zentrale in Düsseldorf.

III.2 Wohnungsbestand der LEG

Nachdem es der LEG-Mutter seit Anfang der 1980er Jahre möglich war, selbst Wohnungsbestände zu halten, wurden kleinere Zukäufe u.a. von Postwohnungen, Versicherungs- und Bahnbeständen getätigt. Zusammen mit den Beständen der „Neuen Heimat“ und denen der ursprünglichen Tochtergesellschaften ergibt sich insgesamt ein heterogenes Portfolio unterschiedlicher Qualität mit einem hohen Anteil an Sozialwohnungen.

III.2.1 Verteilung der Wohnungsbestände

Die LEG-Gruppe bewirtschaftete zum 31.12.2010 insgesamt 90.180 Wohnungen an 161 Standorten mit rund 250.000 Mietern. Der Wohnungsbestand wurde im Zuge der Unternehmensumstrukturierung in die drei Regionen Ruhrgebiet, Rheinland und Westfalen aufgeteilt. Repräsentiert werden die Regionen durch Regionalbereiche an den Standorten Dortmund, Düsseldorf und Münster. Die LEG ist damit dezentraler aufgestellt als die Deutsche Annington nach der Abschaffung der Regionalgesellschaften.

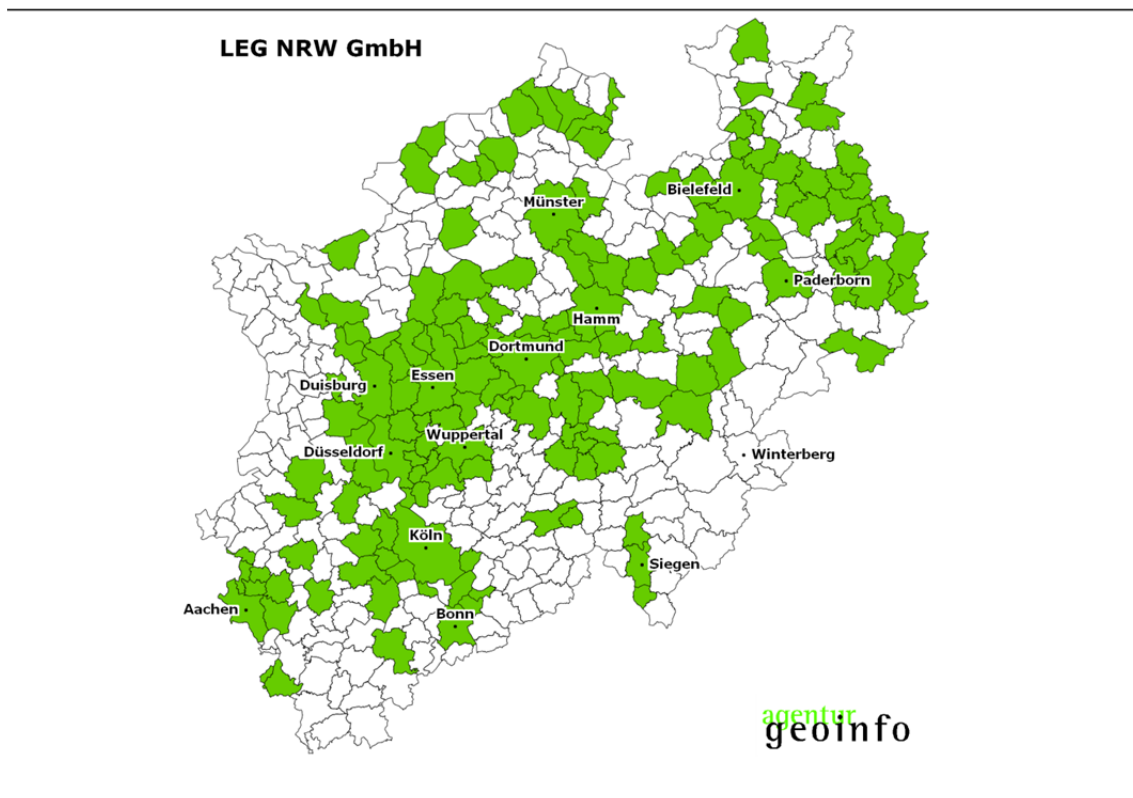


Abbildung B-24: Bestandsverteilung der LEG in NRW

Der überwiegende Teil des Bestandes befindet sich in NRW. Lediglich 1.409 Wohnungen (entspricht 1,6 Prozent des gesamten Wohnungsbestandes) liegen an 20 verschiedenen Standorten außerhalb der Landesgrenzen. Dieser Bestand ist ausschließlich dem Regionalbereich Westfalen zuzuordnen und er verteilt sich in nördlicher Richtung über die Grenze Nordrhein-Westfalens hinaus.

Region	Anzahl WE	Anteil Prozent	Anzahl Mieter	Anzahl Städte	Anzahl Mitarbeiter
Rheinland	33.189	37	90.000	58	130
Ruhrgebiet	35.198	39	97.000	42	130
Westfalen	21.793	24	61.000	61	120
davon außerhalb NRW	1.409	1,6	k.A.	20	k.A.
Gesamt	90.180	100	248.000	161	380

Tabelle B-21: Wohnungsbestand der LEG nach Regionen 2010

Quelle: Geschäftsbericht 2010

Der Wohnungsbestand der LEG hat sich im Laufe der letzten Jahre stetig verringert. Zwischen 2004 und 2007 reduzierte sich der Bestand um rund 10.000 Wohneinheiten. Danach verlangsamte sich die Schrumpfung. In den Jahren zwischen 2007 und 2010 nahm der Bestand um weitere 2.145 Einheiten ab.

	2007	2008	2009	2010
Wohnungsbestand	92.325	92.000	90.815	90.180
davon öffentlich gefördert	53.086	50.508	48.225	34.864
Anteil öffentlich gefördert in Prozent	57,5	54,9	52,8	38,6

Tabelle B-22: Wohnungsbestand LEG 2007-2010

Quelle: Geschäftsberichte 2007-2010

Im Jahr 2007 formulierte die LEG das Ziel, den Schwerpunkt der Wohnungssparte auf die Bereitstellung von preiswertem Wohnraum für einkommensschwächere Bevölkerungsschichten auszurichten⁸⁷.

⁸⁷ Geschäftsbericht 2007, S. 20.

Auffällig ist, daß sich der Bestand an öffentlich geförderten Wohnungen in den darauffolgenden Jahren mit zunehmender Rate verringerte. Allein im Jahr 2010 nahm der Sozialwohnungsbestand um 14,2 Prozent ab. Mit einem Anteil von 38,6 Prozent machen die öffentlich geförderten Wohnungen nun deutlich weniger als die Hälfte des gesamten Wohnungsbestandes der LEG aus.

III.2.2 Bestandspflege und Modernisierung

Die Entwicklung der Instandhaltungs- und Modernisierungsaufwendungen ist insgesamt in den letzten Jahren deutlich rückläufig. Wurden im Jahr 2006 noch 103,5 Mio. € investiert, waren es im Jahr 2010 nur noch 83,1 Mio. €. Dabei sah das Konzept der LEG vor dem Verkauf eine jährliche planmäßige Investition von über 100 Mio. € (also mehr als 20 €/je m² und Jahr) in den Bestand bis 2012 vor. Diese Strategie sollte den bestehenden Modernisierungs- und Instandhaltungstau beseitigen und die Bewirtschaftungseffizienz steigern.⁸⁸

	2006	2007	2008	2009	2010
Laufende Instandhaltung Mio. €	70,8	77,2	68	53,1	74,3
Aktivierete Modernisierungskosten Mio. €	32,7	46,1	45,9	21,6	8,8
Instandhaltung und Modernisierung Mio. €	103,5	123,3	113,9	74,7	83,1
Wohnfläche in 1.000 m ²	5.805*	5.955*	5.934*	5.860	5.810
Wohneinheiten	93.000*	92.325	92.000	90.815	90.180
Anlagevermögen Mio. €	2.488,3	2.370,5	4.622,3	4.524,1	4.365,9
Instandhaltung in € je m ² und Jahr	11,80*	12,96*	11,46*	9,06	12,79
Instandhaltung in Prozent des Anlagevermögens	2,85	3,26	1,47	1,17	1,70
Modernisierung in Prozent des Anlagevermögens	1,31	1,94	0,99	0,48	0,20
Durchschnittsmiete pro m ²	4,37*	4,39	4,43	4,52	4,63
Instandhaltung und Modernisierung € pro m ²	17,25*	20,71*	19,19*	12,75	14,30
Instandhaltung und Modernisierung in Prozent des Anlagevermögens	4,16*	5,20*	2,46*	1,65	1,90

Tabelle B-23: Instandhaltung und Modernisierung bei der LEG 2006-2010⁸⁹

Quelle: Geschäftsberichte 2007-2010

***) Schätzungen der Gutachter**

⁸⁸ Geschäftsbericht 2007, S. 9.

⁸⁹ Für das Geschäftsjahr 2011 sind keine Angaben verfügbar. Der entsprechende Jahresbericht liegt wegen der Umstellung auf den IFRS-Bilanzierungsstandard noch nicht vor.

Die Aufwendungen für die laufende Instandhaltung nahmen noch im Jahr des Verkaufs der LEG erstmalig ab, sanken 2009 nochmals, um dann im Jahr 2010 mit 74,3 Mio. € fast wieder auf das Niveau vor dem Verkauf (77,2 Mio. €) anzusteigen. Umgelegt auf die Wohnfläche ergibt sich ein Wert von 12,79 €/je m² und Jahr, was etwa dem Branchendurchschnitt entspricht. Demgegenüber stehen rapide gesunkene Kosten für die Modernisierung des Bestandes (2010: 8,8 Mio. €). Ausgaben für die Modernisierung im Umfang von 0,2 Prozent des Anlagevermögens können als geringfügig bezeichnet werden. Wie die Deutsche Annington gibt der Konzern insgesamt knapp 2 Prozent des Anlagevermögens für die Bestandsinvestitionen aus, was einer Halbierung gegenüber 2006 entspricht.

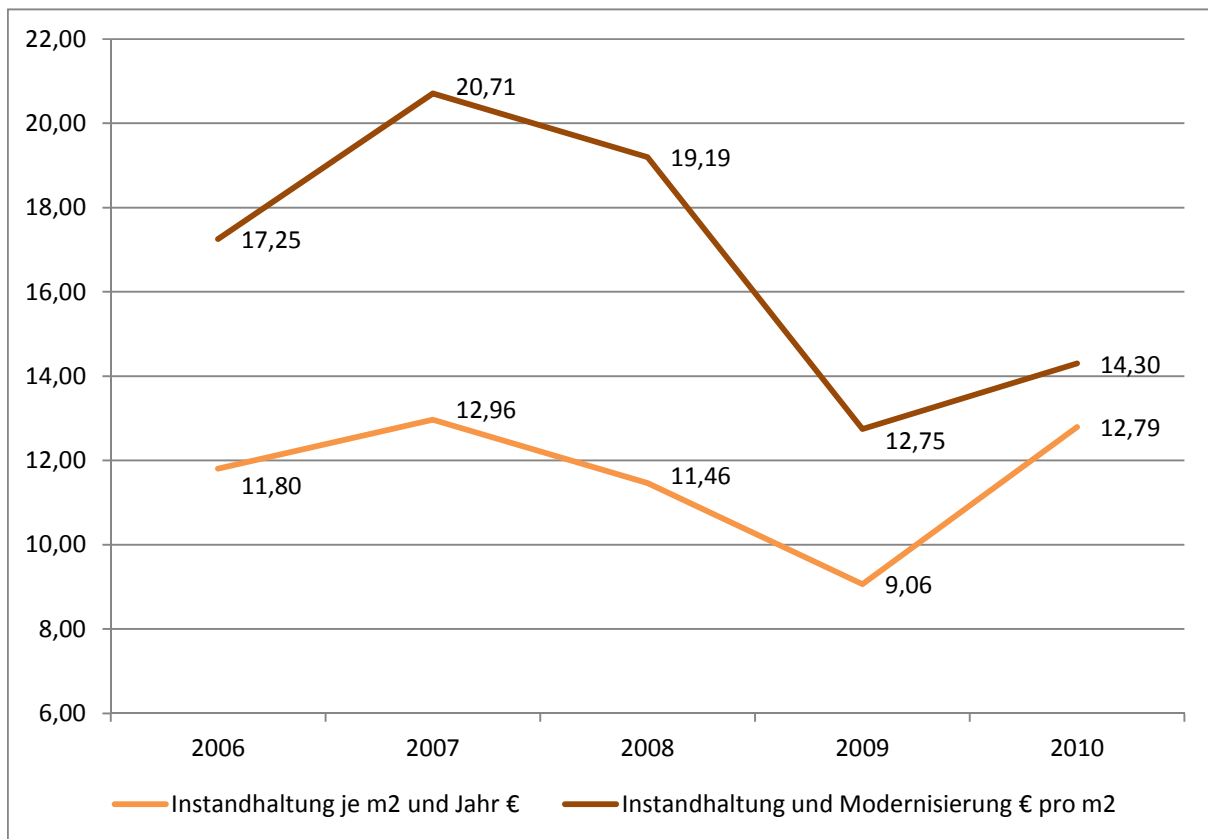


Abbildung B-25: Instandhaltung und Modernisierung bei der LEG

Quellen: Geschäftsberichte

Werte für 2006-2008 von den Gutachtern geschätzt

Mit den getätigten Bestandsinvestitionen hält die LEG die in der Sozialcharta vereinbarten Mindestinvestitionen von 12,50 €/m² und Jahr ein. Diese Vorgabe ist ein Durchschnittswert, der sich auf den gesamten Bestand bezieht, so daß für das Unternehmen die Möglichkeit besteht, in einige Bestände wesentlich mehr und in andere entsprechend weniger zu investieren. Nicht genau nachprüfbar ist dabei, ob bestimmte Regionen bewußt vernachlässigt werden und sich so die Bestandsqualität weiter ausdifferenziert. In der Sozialcharta wurde über die Höhe

der Investitionen hinaus vereinbart, daß während der Bestandsschutzzeit keine Luxusmodernisierungen ohne Einwilligung der Bestandsmieter stattfinden dürfen.

In der Öffentlichkeit wird die Verringerung der Bestandsinvestitionen nach dem Verkauf der LEG kritisch betrachtet. Mietervertreter sind der Ansicht, daß mit einer Investitionspauschale von 12,50 €/m² nur der Verfall gebremst, nicht aber der Wohnwert verbessert werden könne.⁹⁰ Des weiteren wird bemängelt, daß das umfangreiche Modernisierungsprogramm, welches noch bis 2012 laufen sollte, nach dem Verkauf nicht weitergeführt worden sei: „Es wurden nur die Baustellen zu Ende geführt, die schon vor dem Verkauf begonnen oder verbindlich beauftragt waren: Ford-Siedlung Köln, Scheiben- bzw. Himmelshäuser Ratingen, Bergmannsfeld Essen (Europa-Viertel) oder Abschnitte des Stadtumbaus Wulfen-Barkenberg.“⁹¹ In Bezug auf die Siedlung Bergmannsfeld in Essen bemängelt das Mieterforum Ruhr, daß nach der Hälfte der Siedlung die Modernisierung eingestellt worden sei, obwohl das komplette Modernisierungsprogramm schon vor dem Verkauf der LEG vorgelegen habe. Die Bauabschnitte 3 und 4 seien nicht mehr ausgeschrieben bzw. vergeben worden⁹², obwohl die LEG mit dieser Siedlung Werbung auf ihrer Internetseite macht.⁹³

III.3 Goldman Sachs als General Partner

Goldman Sachs gilt als eine der weltweit führenden Investmentbanken. Zu den Geschäftstätigkeiten von Investmentbanken gehören im Wesentlichen die Vermögensverwaltung, der Handel mit Wertpapieren sowie die Unterstützung und Beratung von Unternehmen bei Kapitalaufnahmen, z.B. im Zuge eines Börsenganges.

1869 von dem deutschen Auswanderer Marcus Goldman in New York gegründet, besitzt die Bank inzwischen Niederlassungen in allen wichtigen Finanzzentren der Welt, darunter auch eine in Frankfurt. Im Laufe des 20. Jahrhunderts entwickelte sich Goldman Sachs aus bescheidenen Anfängen zu einem der mächtigsten Spieler an der Wall Street mit weitreichendem politischem Einfluß. 1999 ging Goldman Sachs an die Börse. Finanziell überstand Goldman Sachs die Krise verhältnismäßig unbeschadet. Nach einem kurzen Einbruch konnten schon bald wieder Milliarden Gewinne erzielt werden. 2010 beschäftigte Goldman Sachs insgesamt rund 35.700 Mitarbeiter und hatte eine Bilanzsumme von 911,3 Mrd. Dollar.⁹⁴

Die Kritik gegenüber dem Bankhaus bezieht sich häufig auf die hohen Gehälter der Führungsriege. Im Jahr 2010 sorgte eine Klage der Börsenaufsicht SEC für Aufsehen, im Zuge derer schwere Betrugsvorwürfe gegen das Bankhaus erhoben wurden. Goldman Sachs soll bei verschiedenen Finanzgeschäften das eigene Interesse über das der Kunden gestellt haben.

⁹⁰ Vgl. http://www.mieterforum-ruhr.de/de/themen/fondsvermieter/index.php/art_00001986 .

⁹¹ Ebendort.

⁹² http://www.mieterforum-ruhr.de/de/themen/fondsvermieter/index.php/art_00002258 .

⁹³ <http://www.leg-europaviertel.de/> .

⁹⁴ Vgl. <http://www.spiegel.de/lexikon/55813108.html> .

Das Geschäft in Deutschland wird von Firmenchef Alexander Dibelius geleitet. Der Einfluß von Goldman Sachs auf den deutschen Finanzmarkt ist groß. Das Bankhaus hat bei zahlreichen großen Fusionen und Firmenübernahmen Beraterfunktionen wahrgenommen und intensive Kontakte zu führenden Politikern gepflegt.⁹⁵ Im Jahr 2004 übernahm Goldman Sachs zusammen mit Cerberus Capital Management die Berliner Immobiliengesellschaft GSW für 2,1 Milliarden Euro vom Land Berlin. Das Unternehmen wurde inzwischen an die Börse gebracht.

III.4 Unternehmensfinanzierung

Der Umbauprozess des LEG-Konzerns beinhaltet auch die Schaffung einer einheitlichen Struktur der Fremdmittel, denn zum Zeitpunkt des Verkaufs herrschte aufgrund der unterschiedlichen Gesellschaftsstrukturen eine komplexe Finanzierungsstruktur mit zahlreichen Darlehen und Gläubigern: „Die LEG-Gruppe verfügt zum überwiegenden Teil über langfristige Finanzierungen, sowohl mit dinglicher Sicherung, die nicht unmittelbar von den Veränderungen auf dem Kapitalmarkt betroffen sind, als auch mit Besicherungen über Anteilsverpfändungen.“ (Geschäftsbericht 2007). Am Vorabend des Verkaufs hatte der Konzern noch 2,2 Milliarden Euro Kreditverbindlichkeiten in seinen Büchern.⁹⁶ Dem Vernehmen nach finanzierte Whitehall den eigentlichen Kaufpreis in Höhe von 781,1 Mio. Euro aus eigenen Mitteln.⁹⁷ Im Jahr des Verkaufs entstanden außerdem Aufwendungen aus der Umfinanzierung von Krediten mit Change of Control-Klauseln.

Das Unternehmen strebt mit der Umstrukturierung und seiner Refinanzierungsstrategie eine mittelfristige Kosten- und Liquiditätsoptimierung an. Das Ziel sei es dabei, eine annähernd gleiche Loan to Value Ratio von ca. 70 Prozent in allen Konzerngesellschaften zu erreichen.⁹⁸ Der CFO (Chief Financial Officer) des LEG-Konzerns beschreibt die Aufgabe nach dem Verkauf so: „Jetzt müssen wir aus einem vormals wenig effizienzorientierten Unternehmen ein kapitalmarktfähiges Unternehmen machen, (...)“⁹⁹

Die vorhandene langfristige Kreditfinanzierung – zu einem wesentlichen Teil aus öffentlichen Mitteln – hatte es erübrigt, in großem Umfang Kapitalmarktmittel aufzunehmen. Es gab auch Beschränkungen¹⁰⁰ im Hinblick auf die vorzeitige Rückzahlung öffentlicher Mittel. Die Kreditbelastung der erworbenen Unternehmen stellt für den Investor ein längerfristig interessantes Feld für die Optimierung der Finanzierung mittels der am Finanzmarkt verfügbaren In-

⁹⁵ Vgl. <http://www.capital.de/unternehmen/100004269.html> .

⁹⁶ Geschäftsbericht 2007.

⁹⁷ „.. die verbleibende Kaufsumme von exakt 787,1 Millionen Euro, so ist aus Finanzkreisen zu hören, stemmt der Käufer vollständig mit eigenen Mitteln.“
ManagerMagazin v. 12.06.2008 <http://www.manager-magazin.de/geld/geldanlage/0,2828,559050,00.html> .

⁹⁸ Geschäftsbericht 2010.

⁹⁹ <http://www.ruhr-uni-bochum.de/alumni/alumni-interviews/schultz.html> .

¹⁰⁰ „Darstellung der Sozialcharta im LEG Verkaufsverfahren“ v. 19.12.2007: Verpflichtung auf Nachwirkungsfrist bei vorläufiger Ablösung öffentlicher Mittel.

strumente dar. Denn bisher waren es vor allem die Tochterunternehmen der LEG, die über finanzielle Mittel verfügten, wohingegen die LEG-Mutter unterkapitalisiert war. Aus steuerlichen Gründen war jedoch ein Transfer der Mittel der Tochtergesellschaften an die Mutter nicht erwünscht. Nach der Umstrukturierung ist die LEG jedoch dividendenfähig und kann Ausschüttungen an ihre Anteilseigner vornehmen. Auch in Bezug auf einen möglichen Exit des Investors erscheint die Umstrukturierung des Konzerns und seiner Finanzen sinnvoll. Die komplizierte Struktur mit den kapitalträchtigen Tochterunternehmen war weder für einen Börsengang noch für einen Verkauf von Anteilen praktikabel, so daß eine vorherige Bereinigung nötig erschien.

	2006	2007	2008	2009	2010
Eigenkapital in Mio. €	343,3	304,6	966,3	950,9	881,3
Eigenkapitalquote in Prozent	10,8	10,2	18,9	18,3	17,9
Operativer Cash flow in Mio. €	288,5	381,6	105,5	173,6	175,0
Kreditverbindlichkeiten in Mio. €	2.436,7	2.243,0	2.476,3	2.662,0	2.589,6

Tabelle B-24: Finanzwirtschaftliche Kennzahlen der LEG 2006-2010

Quelle: Geschäftsberichte

III.5 Bilanz- und Erfolgsdarstellung

Im Unterschied zu den anderen untersuchten Plattformen erstellt die LEG bzw. Lancaster ihren Jahresabschluß noch nach dem Handelsgesetzbuch (HGB). Die Umstellung auf IFRS ist aber in Vorbereitung. Im August 2011 erklärte der Geschäftsführer Thomas Hegel, daß die Umstellung des Konzernabschlusses auf die IFRS-Bilanzierung kurz vor dem Abschluß stehe. Diese Umstellung ist eine Folge der Privatisierung der LEG. Eine Bilanzierung nach deutschem Recht würde einem Agieren auf internationalen Märkten und einem eventuellem Weiterverkauf entgegenstehen.

Die Bilanzierung nach HGB hat zur Folge, daß das Ergebnis nicht durch Zuschreibungen aus der Aufwertung von Immobilienbeständen, die gar nicht zum Verkauf stehen, verzerrt wird. Es wird vielmehr zu Anschaffungs- oder Herstellungskosten bewertet und die so gewonnenen Werte werden planmäßig über die Zeit abgeschrieben. Wenn die Immobilienwerte noch darunter fallen, sind gegebenenfalls außerplanmäßige Abschreibungen vorzunehmen. Damit wirken die historischen planmäßig abgeschrieben Anschaffungs- oder Herstellungskosten wie eine Wertobergrenze.¹⁰¹ Im Ergebnis ist das HGB-Ergebnis viel weniger durch unstetige Bewertungseffekte verzerrt als das IFRS-Ergebnis.

¹⁰¹ Die Bewertung nach HGB wurde im LEG-Geschäftsbericht von 2007 als besonders vorteilhaft beschrieben, da hier die historischen Anschaffungs- und Herstellungskosten der Immobilien zugrunde gelegt werden und keine unrealisierten Gewinne ausgewiesen werden, die später korrigiert werden müssen. Diese vorsichtige

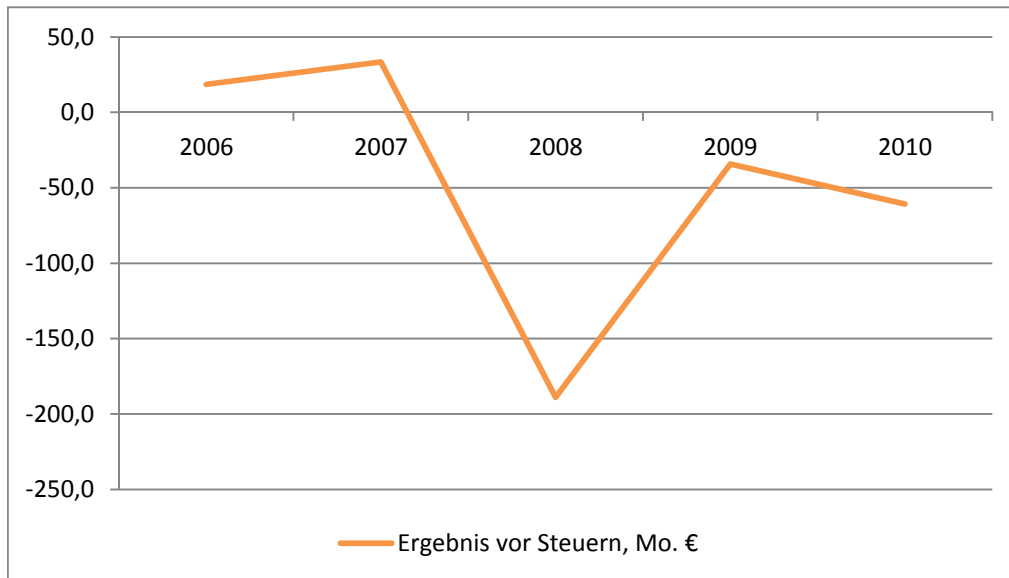


Abbildung B-26: Ergebnis vor Steuern der LEG 2006-2011 (2011 von den Gutachtern geschätzt)

Quelle: Geschäftsberichte

Die Entwicklung des Vorsteuerergebnisses der LEG seit der Übernahme war schwach. Das Übernahmejahr 2008 war allerdings von Sondereffekten geprägt, auf die unten noch einzugehen sein wird.

Jahr	2006	2007	2008	2009	2010
Eigenkapitalquote	10,8%	10,2%	18,9%	18,3%	17,9%
Dynamischer Verschuldungsgrad	9,7	6,9	21,5	18,7	17,6
Eigenkapitalrentabilität	5,40%	10,92%	-19,56%	-3,60%	-6,89%
Gesamtkapitalrentabilität	3,50%	4,14%	-1,28%	1,65%	1,14%
Vervielfältiger	7,8	7,5	14,0	14,2	13,5
ICR	3,4	3,5	2,6	2,6	2,8

Tabelle B-25: Schlüsselkennzahlen der LEG¹⁰²

Quellen: Geschäftsberichte und eigene Berechnungen

Art der Bewertung wurde gewählt, um eine solide Geschäftspraxis zu gewährleisten und nicht „... die kurzfristige Fair-Value-Orientierung vieler Mitbewerber“ mitzumachen (GB 2007, S.2).

¹⁰² Das Ergebnis des Jahres 2008 war stark von Sondereinflüssen geprägt. Durch den Verkauf und die neue Gesellschafter-Eigentümerstruktur mit neuem Konsolidierungskreis ist ein direkter Vergleich mit Vorjahreszahlen nur bedingt möglich.

Die Definition der „Schulden“ für die Berechnung des dynamischen Verschuldungsgrads: Bilanzsumme – bilanzielles Eigenkapital – Unterschiedsbetrag aus der Kapitalkonsolidierung.

Die Schlüsselkennzahlen deuten auf eine geringe Rentabilität des gebundenen Kapitals seit der Übernahme. Dafür sind zum Teil die Aufwendungen für den Konzernumbau verantwortlich zu machen, z.B. für das Projekt Blue Eagle und die laufende IFRS-Umstellung. Auch die Neustrukturierung der Fremdmittel verursacht anfänglich zusätzlichen Aufwand, etwa für Vorfälligkeitsentschädigungen und Beratungskosten.

Die Zunahme der Eigenkapitalquote ist gewissermaßen ein optischer Effekt. Im Zuge der Übernahmetransaktion ist das Immobilienvermögen um 1,9 Mrd. Euro hochgeschrieben worden und gleichzeitig haben die gesamten Schulden „nur“ um 1,5 Mrd. Euro zugenommen. Aussagefähiger ist der dynamische Verschuldungsgrad: Die LEG bräuchte mehr als das 17-fache ihres operativen Cash flows, um alle ihren Schulden zu tilgen. Diese Kennzahl liegt bei der Annington unter 15. Die Gesamtkapitalrentabilität ist nach der Übernahme auch deswegen so dramatisch gefallen, weil die Bilanzsumme durch die Aufwertungen aufgebläht worden ist, während gleichzeitig die Ertragskraft des Unternehmens auch wegen der Restrukturierungskosten eher abgenommen hat.

Die Zunahme der Schulden um insgesamt 1,5 Milliarden Euro zeigte sich im Jahresabschluß 2008 bei den Verbindlichkeiten (besonders gegenüber Kreditinstituten und Gesellschaftern), die um 468 Mio. Euro zunahmten und in der 917 Millionen Euro schweren Position „Unterschiedsbetrag aus der Kapitalkonsolidierung“.

Die Kapitalkonsolidierung erfolgte nach der Neubewertungsmethode, indem zunächst die zum Zeitpunkt des Erwerbs der Beteiligung bei den Tochterunternehmen vorhandenen stillen Reserven und Lasten aufgedeckt wurden. Der Anschaffungswert der Beteiligung wurde mit dem anteiligen neubewerteten Eigenkapital verrechnet. Nach der Kapitalkonsolidierung ergab sich ein passivischer Unterschiedsbetrag, der gemäß § 301 Abs. 3 HGB auf der Passivseite der Konzernbilanz nach dem Eigenkapital gesondert auszuweisen ist.

Im Rahmen der Vorbereitung der Umstellung der Rechnungslegung von HGB auf IFRS fand im Zuge der Neubewertung des Wohnungsbestandes im Jahr 2008 zum ersten Mal ein Impairment Test (Werthaltigkeitsprüfung) für das Immobilienvermögen der Einzelgesellschaften statt. Im Rahmen dieser Neubewertung wurden erhebliche stille Reserven aufgedeckt. Dabei erfolgte die Bewertung der Immobilien im Anlagevermögen im Wesentlichen anhand von einheitlichen Ertragswertberechnungen gemäß Wertermittlungsverordnung (WertV). Für die bebauten Grundstücke wurden Ertragswerte in Höhe von 4,464 Milliarden Euro ermittelt. Aus diesen Werten wurden stille Reserven in Höhe von 1,885 Milliarden Euro abgeleitet und zusätzlich zu den bisherigen Buchwerten aus den Einzelabschlüssen der konsolidierten Tochtergesellschaften aktiviert.

Das sehr schlechte Vorsteuerergebnis im Geschäftsjahr 2008 steht im Zusammenhang mit der Neubewertung des Immobilienbestandes. Die Hebung der stillen Reserven wurde im Konzernabschluß erfolgsneutral behandelt, auf der Ebene der Einzelabschlüsse jedoch nicht nachvollzogen. Nur in den Fällen, wo der Ertragswert unter dem Buchwert lag, wurden außerplanmäßige Abschreibungen in 2008 vorgenommen und zwar sowohl in den Einzelabschlüs-

sen als auch im Konzernabschluß. Dieser Effekt führte zu einer Belastung des Konzernjahresergebnisses 2008 im Umfang von 163 Millionen Euro.

In der Ausgangssituation war die LEG ein Unternehmen mit erheblichen stillen Reserven. Das zeigt auch der Blick auf die Entwicklung des Vervielfältigers. Jetzt sind die Bestände trotz HGB-Bilanzierung auf der Konzernebene offensiv bewertet und außerdem hat das Unternehmen angesichts seines operativen Cash flows einen hohen Schuldenbestand. Der Cash flow dürfte sich mit Auslaufen der restrukturierungsbedingten Auszahlungen allerdings verbessern.

III.6 Strategien und Werthebel der LEG

Die LEG beschreibt sich selbst als langfristigen und wertorientierten Bestandshalter, der sein Handeln auf die Eckpfeiler Nachhaltigkeit, Rendite und Engagement ausrichtet. Darüber hinaus wird eine überdurchschnittliche Kundenzufriedenheit angestrebt. 2013 will man zu den fünf besten privatwirtschaftlichen Wohnungsunternehmen in Deutschland zählen.

Trotz dieser Ziele sind als Folge des Eigentümerwechsels Veränderungen beim operativen Bewirtschaftungsansatz zu erkennen, die als Begleiterscheinungen des Einflusses von Finanzinvestoren bewertet werden können. Die größte Veränderung ist der umfangreiche Konzernumbau, bei dem unter dem Namen „Project ONE“ Maßnahmen zur Vereinfachung der Konzernstrukturen erfolgen. Ziel dieses Projektes ist es, eine einheitliche Steuerung, IT, Finanzierung und Eigenkapitalbasis zu schaffen. Daneben fallen besonders die Veränderungen im Instandsetzungs- und Modernisierungsverhalten auf. In bestimmten Bereichen der Unternehmensführung wurden mit der vereinbarten Sozialcharta effektive Beschränkungen erreicht, weshalb unter anderem zunächst kein umfangreicher Personalabbau stattfinden konnte. Auch der öffentlich geförderte Teil des Wohnungsbestandes schränkt aufgrund der Sozialbindungen die Möglichkeiten des operativen Geschäfts ein.

Die Strategie der LEG stellt die optimierte Bewirtschaftung der Bestände in den Vordergrund. Aufgrund dessen wurde der Bereich Stadtentwicklung beim Verkauf nicht mit übernommen, sondern schon vorher an das Land verkauft. Eine weitere Konsequenz aus der Konzentration auf die Wohnungsbewirtschaftung war das Abstoßen der Abteilung Development nach dem Verkauf der LEG.

III.6.1 Optimierung der Geschäftsabläufe

Im Gegensatz zu anderen großen Wohnungsunternehmen wie der Deutschen Annington kann die LEG zunächst keine mit Personalfreisetzung verbundenen Optimierungsmaßnahmen durchsetzen. In der beim Verkauf der LEG vereinbarten Sozialcharta ist im Sinne des Arbeitnehmerschutzes vereinbart worden, daß den Mitarbeitern gegenüber während der Bestandschutzzeit von 10 Jahren keine betriebsbedingten Kündigungen oder Änderungskündigungen ausgesprochen werden dürfen. Auch zum Zeitpunkt des Verkaufs bestehende Tarifverträge und Betriebsvereinbarungen dürfen in dieser Zeit nicht ordentlich gekündigt werden. Unbenommen bleibt dem Konzern lediglich, aus sonstigen Gründen freigewordene Stellen nicht neu zu besetzen. Jeder Mitarbeiter hat einen schriftlichen Kündigungserzicht des Käufers

erhalten, wodurch die Vereinbarungen Teil eines jeden Arbeitsvertrages wurden. Somit hat jeder Arbeitnehmer die Möglichkeit bei Zuwiderhandlung einen individuellen Rechtsanspruch geltend zu machen. Diese Praxis unterscheidet sich von den bei anderen Verkäufen von großen Wohnungsunternehmen vereinbarten Sozialchartas.

Sozialcharta

Im Folgenden werden die wichtigsten Punkte der Sozialcharta aufgezählt. Die Bestandschutzfrist, für deren Dauer die Vereinbarung gilt, beträgt 10 Jahre. Bestandsmieter sind diejenigen Mieter, welche zum Zeitpunkt des LEG-Verkaufs in einer LEG-Wohnung gewohnt haben.

Mieterschutz:

- Keine Kündigung der Bestandsmieter wegen Eigenbedarf innerhalb von 10 Jahren
- Lebenslanges Wohnrecht für Mieter ab 60 Jahren
- Bei frühzeitiger Ablösung von Förderdarlehen gilt die gesetzliche Nachwirkungsfrist von bis zu 10 Jahren

Mieterhöhungen:

- Die Nettokaltmieten können von 2008 bis 2012 durchschnittlich höchstens um 1,5 Prozent zuzüglich der Zuwachsrate des Verbraucherpreisindexes erhöht werden. Zwischen 2013 bis 2017 können sogar 3,0 Prozent auf die Inflationsrate aufgeschlagen werden.
- Wenn die Erhöhung in einem Jahr nicht voll ausgeschöpft wird, kann dies in den folgenden Kalenderjahren nachgeholt werden
- Mieterhöhungen bei Modernisierung können zusätzlich geltend gemacht werden

Verkauf von LEG-Bestand:

- Die Regelungen gelten auch bei einem Verkauf der Wohnungen an Dritte weiter
- Während der Bestandsschutzzeit dürfen durchschnittlich nicht mehr als 2,5 Prozent des Bestandes verkauft werden
- Wenn es sich um Einzelverkäufe handelt, muß die Wohnung zuerst dem Mieter zum Kauf angeboten werden
- Wenn eine Wohnung an Dritte verkauft wird, muß der Käufer die Regelungen der Sozialcharta zugunsten des Bestandsmieters übernehmen

Berichtswesen:

- Auskunftspflicht: Die Käufer müssen dem Verkäufer Bericht erstatten über alle Maßnahmen, Handlungen und Unterlassungen, die zur Umsetzung der Regelungen der Sozialcharta vorgenommen wurden

Bei Verstößen gegen die Bestimmungen der Sozialcharta können Vertragsstrafen geltend gemacht werden.

Die Betrachtung der Beschäftigtenzahlen der vergangenen Jahre zeigt, daß die Zahl der Mitarbeiter im Jahr vor dem Verkauf der LEG noch um 13 Personen von 934 auf 947 angewachsen ist. 2008 hat es dann einen spürbaren Personalabbau gegeben (auf 810 Mitarbeiter), der von der Konzernleitung mit der Auslagerung der Sparte Public Services mit 130 Mitarbeitern begründet wurde. Zu dieser Sparte gehörten u.a. die LEG Stadtentwicklung Service GmbH & Co. KG und die LEG Arbeitsmarkt- und Strukturentwicklung GmbH, welche zum 1.1.2008 an das Land Nordrhein-Westfalen verkauft wurden¹⁰³. In den folgenden beiden Jahren verringerte sich die Zahl der Arbeitnehmer nur geringfügig auf 803 Mitarbeiter.

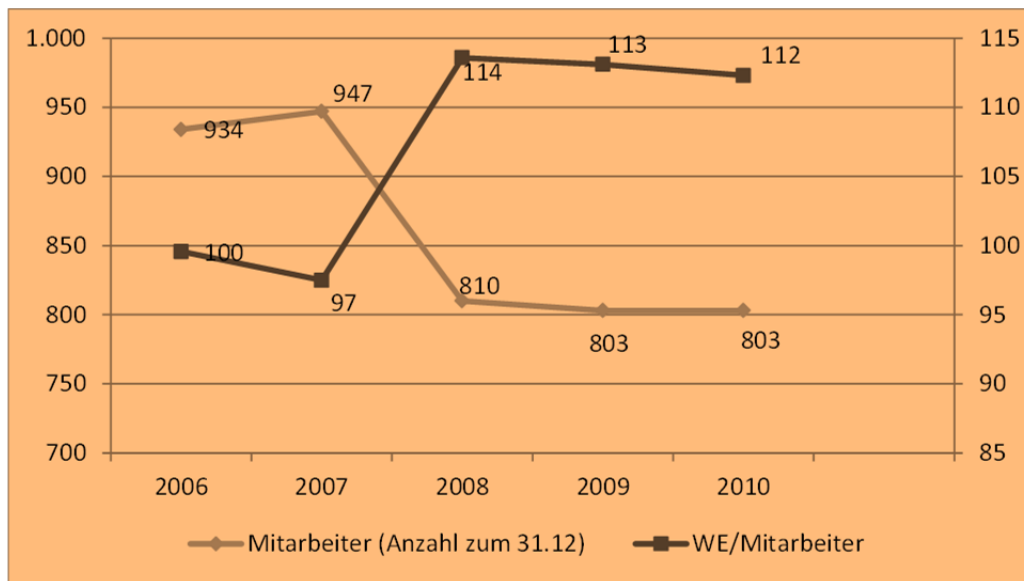


Abbildung B-27: Entwicklung des Personalbestandes der LEG 2006-2011, Mitarbeiter zum 31.12. und Wohneinheiten je Mitarbeiter (rechte Skala)

Quellen: Geschäftsberichte

Zur Verbesserung von Ergebnis, operativem Cash flow und Unternehmenswert konzentriert sich die LEG vor allem auf eine Effizienzsteigerung der Geschäftsprozesse, was eine Reorganisation der Strukturen innerhalb des Konzerns nach sich zieht. Einsparpotentiale werden beispielsweise in der Bündelung der Beschaffung von technischen und allgemeinen Leistungen gesehen.

Insgesamt ist das Bewirtschaftungsmodell der LEG wesentlich von den Beschränkungen durch die vergleichsweise scharf formulierte Sozialcharta geprägt. Rückschlüsse auf den zukünftigen Bewirtschaftungsansatz oder Vergleiche mit anderen Finanzinvestoren, die freier agieren können, sind daher problematisch.

¹⁰³ Geschäftsbericht 2008, S. 10 f.

III.6.2 Mieterhöhungen und Leerstand

Die vermietungsbedingte Leerstandsquote der LEG ist in der Vergangenheit (2006 und 2007) mit 2,2 Prozent sehr niedrig gewesen. Noch im Jahr des Verkaufs der LEG stieg der Leerstand um einen Prozentpunkt an. Im Jahr 2009 erreichte der Leerstand mit 3,9 Prozent seinen vorläufigen Höhepunkt. 2010 konnte eine Absenkung auf 3,6 Prozent erreicht werden. Damit ist die Leerstandsquote zwar deutlich höher als vor dem Verkauf, aber nicht auf dem Niveau von wichtigen Mitbewerbern wie der Deutschen Annington oder der Gagfah, deren Quoten zwischen vier und über sechs Prozent schwanken.

Der Vergleich der Mieterhöhungen in den Jahren vor und nach dem Verkauf der LEG zeigt, daß eine Änderung der Unternehmensstrategie in Bezug auf die Mietpreispolitik stattgefunden hat. Wurden die Mieten trotz hoher Bestandsinvestitionen in den Jahren 2007 und 2008 mit nicht mal einem Prozent nur moderat erhöht, steigerte das Unternehmen die Sollmieten in 2009 schon um 2 Prozent und im folgenden Jahr um 2,4 Prozent bei gleichzeitig sinkender Investitionsleistung.

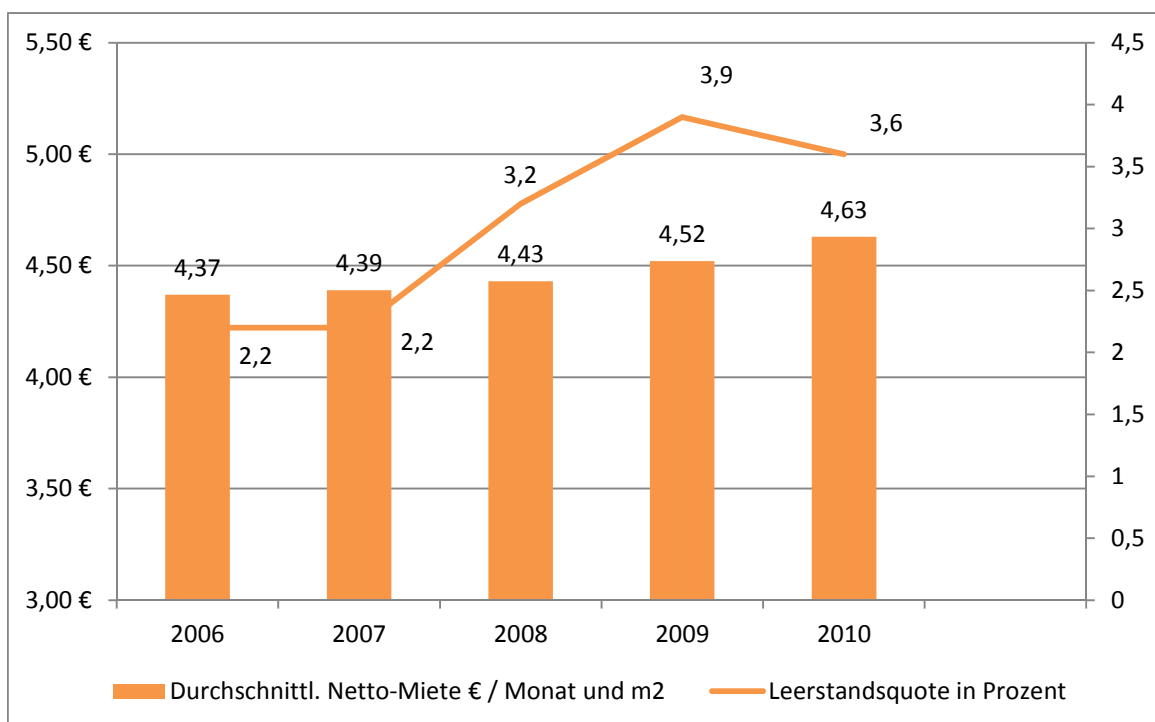


Abbildung B-28: Entwicklung der Leerstandsquote und der durchschnittlichen Nettokaltmiete bei der LEG

Quellen: Geschäftsberichte

Durchschnittsmiete 2006 geschätzt

Mit den umgesetzten Mieterhöhungen hält die LEG die Vereinbarungen der Sozialcharta ein, denn dort werden dem Vermieter für den Zeitraum von 2008-2012 Mieterhöhungen von 1,5 Prozent und von 2013-2017 eine Mietsteigerung von 3,0 Prozent jeweils zuzüglich der pro-

zentualen Steigerung des Verbraucherpreisindex des betreffenden Jahres eingeräumt. Des weiteren darf die Miete im Rahmen der gesetzlichen Regelungen des § 559 BGB zur Mieterhöhung bei Modernisierung zusätzlich erhöht werden. Bei den Vorgaben der Sozialcharta handelt es sich wie üblich um Durchschnittswerte, die auf den gesamten Bestand der LEG bezogen werden. Das bedeutet, daß die Miete einer einzelnen Wohnung stärker erhöht werden darf. Besondere Bedeutung gewinnt dieser Aspekt, wenn man bedenkt, daß der Wohnungsbestand der LEG im Jahr 2010 immerhin noch zu knapp 40 Prozent aus öffentlich geförderten Wohnungen bestand. Der Teil der vereinbarten Mieterhöhungsspielräume, der in den Sozialwohnungsbeständen nicht umgesetzt werden kann, steht für eine Umlage auf die restlichen 60 Prozent des Bestandes zur Verfügung. Alles in allem ergibt sich aus diesem Teil der Charta nur eine sehr begrenzte Bindungswirkung für das Management.

Im Frühjahr 2011 geriet der LEG-Konzern aufgrund von Mieterhöhungsanschriften in verschiedenen Städten im Ruhrgebiet (Bochum, Dortmund, Münster, Gelsenkirchen und Bottrop) in die Kritik. In den Anschriften bzw. den Erinnerungsschreiben wurde den Mietern von LEG-Wohnungen mitgeteilt, daß ihre derzeitige Grundmiete nicht mehr den aktuellen Marktpreisen entspreche. Aufgrund dessen solle eine Mieterhöhung nach § 557 BGB (freiwillige Vereinbarung zwischen Vermieter und Mieter) stattfinden, zu der der Mieter sein Einverständnis geben solle. Eine beigefügte Zustimmungserklärung sollte unterschrieben zurückgesendet werden. Kritisiert wurde, daß die Schreiben in Form und Wortlaut Mieterhöhungsschreiben nach §558 BGB (Mieterhöhung auf die ortsübliche Vergleichsmiete) zum Verwechseln ähnlich sahen. Von Mietervertretern wurde kritisiert, daß die Freiwilligkeit der Vereinbarung nicht eindeutig aus den Anschriften hervorging und so die Unwissenheit oder Unerfahrenheit der Mieter zu einer Zustimmung führen könnte, die bei besserer Informationslage nicht gegeben werden würde.¹⁰⁴

Auf der anderen Seite sah sich die LEG gelegentlich zu Preisnachlässen für bestimmte Lagen gezwungen. Zum Jahresbeginn 2011 schaltete die LEG NRW GmbH eine Anzeige in der Bildzeitung und bewarb damit 66 Wohnungen als „Neujahrs-Kracher“. Das Angebot über den Neuabschluß eines Mietvertrages beinhaltet eine bis zu 30 Prozent reduzierte Kaltmiete für 1 Jahr. Zusätzlich wurde den neuen Mietern ein Baumarkt- oder Möbelhausgutschein im Wert von 150 Euro ausgehändigt. Für eine 77m² große Wohnung in Scharnhorst wurde die Kaltmiete für ein Jahr auf 2,87 €/m² und Monat gesenkt. Im zweiten Jahr werden dann 4,10 €/m² fällig. Die kalten Betriebskosten wurden mit 1,82 €/m² und Monat veranschlagt.¹⁰⁵

¹⁰⁴ <http://www.mieterbund-nrw.de/index.php?id=124>

¹⁰⁵ Vgl. http://www.mieterforum-ruhr.de/de/themen/fondsvermieter/index.php/art_00002243 .

III.6.3 Verkaufsaktivitäten

Früher bewirtschaftete die LEG ihre Bestände mit einer „Buy and Hold“-Strategie, doch bereits einige Jahre vor der Privatisierung der LEG gehörte der Verkauf von Wohnungen zum Geschäftsmodell des Unternehmens. Zunächst trennte sich der Konzern vor allem von unrentablem Streubesitz aus den verschiedenen Zukäufen und Übernahmen von Wohnungen in den LEG-Besitz. Außerdem wurden Bestände verkauft, um aus den Erlösen die Instandhaltung anderer Bestände zu finanzieren. In den Jahren vor dem Verkauf der LEG (2004-2007) trennte sich der Konzern im Rahmen der Portfoliobereinigung von rund 10.000 Wohneinheiten. Diese Strategie sollte in den nachfolgenden Jahren weiterverfolgt werden, indem wiederum 6.000 Wohnungen aus strategischen und logistischen Gründen verkauft werden sollten.

Gleichzeitig erreichte auch die Zahl der Mieterprivatisierungen einen vergleichsweise hohen Wert. In den Jahren 2002 bis 2007 wurden mehr als 1.600 Wohnungen privatisiert. Auf das Jahr 2007 entfielen dabei allein rund 500 Wohneinheiten, womit das Ziel der LEG einer „be-hutsamen“ Mieterprivatisierung von 500-700 Wohneinheiten pro Jahr erreicht wurde. Die Liquiditätszuflüsse aus dem Portfoliomanagement sollten vor allem der Finanzierung des Modernisierungsprogramms dienen, das eine Laufzeit bis 2012 haben sollte.¹⁰⁶

Die Strategie der alten LEG zielte auf eine Konzentration der Kräfte auf einen effizient zu bewirtschaftenden, ordentlich instandgehaltenen und zeitgemäß ausgestatteten Kernbestand ab. Die im Rahmen dieses strategischen Ansatzes verfolgte Verkaufsstrategie änderte sich noch im Jahr der Veräußerung der LEG, wobei die vereinbarte Sozialcharta einem Verkauf von Wohnungen zwar Grenzen setzte, die allerdings bei weitem nicht ausgeschöpft wurden. Vereinbart war, daß innerhalb eines Zeitraums von 10 Jahren nach Verkauf der LEG jährlich nicht mehr als 2,5 Prozent der Wohnungen, die zum Zeitpunkt des Verkaufs im Besitz der LEG waren, veräußert werden dürfen. Bei einem Wohnungsbestand von 90.815 Wohnungen zum 31.12.2009 hätte die LEG im Verlauf des Jahres 2010 laut Vereinbarung 2.270 Wohnungen verkaufen können. Mit 678 tatsächlich verkauften Wohnungen blieb der Konzern aber deutlich unter der festgesetzten Höchstgrenze.¹⁰⁷

Eine forcierte Mieterprivatisierung scheint nicht zur Geschäftsstrategie der LEG zu gehören. Seit dem Verkauf des Konzerns im Jahr 2008 erreichte die Privatisierung keine nennenswerte Größenordnung. Es kann nicht mit Sicherheit gesagt werden, ob dies daran liegt, daß die Privatisierungsspielräume bereits in den Jahren vor dem Verkauf ausgereizt wurden oder ob andere Gründe vorliegen. Nicht nur die Zahl der Mieterprivatisierungen hat nach dem Verkauf abgenommen, auch die Zahl der übrigen Verkäufe kommt nicht an die unter dem alten Management geplanten 6.000 Wohneinheiten zur Portfoliobereinigung heran.

¹⁰⁶ Geschäftsbericht 2007.

¹⁰⁷ Im Verlauf des Geschäftsjahres 2009 wurden nur 43 Wohnungen verkauft, die alle der Mieterprivatisierung zuzuordnen sind.

	2006	2007	2008	2009	2010
Wohnimmobilieneigenbestand (Anzahl WE zum 31.12.)	93.000	92.325	92.000	90.815	90.180
Wohnungsverkäufe (gebuchte Verkäufe, WE)	2.228	2.830	273	43	687
davon Privatisierung	437	495	273	43	103
davon sonstige Verkäufe	1791	2.335	0	0	584
Anteil Privatisierung an allen Verkäufen in Prozent	19,6	17,5	100	100	15,0
Erlöse aus Veräußerung Mio.€ (Überschuß aus Verkäufen)	k.A.	37,2	8,0	2,3	6,0

Tabelle B-26: Bestandsentwicklung der LEG 2006-2010

Quelle: Geschäftsberichte 2007-2010

III.6.4 Geschäftsprozeßneugestaltung

Die Privatisierung der LEG im Jahr 2008 hat einen umfangreichen Konzernumbau in Gang gesetzt, an dessen Ende womöglich ein Exit der Finanzinvestoren steht. „Es ist ja klar, daß ein Finanzinvestor nicht mit uns in Rente geht“, bemerkt Eckhard Schultz (CFO) mit Bezug auf die Unternehmensführung. Das Unternehmen müsse also für einen möglichen Exit präpariert sein, wobei unklar ist, ob es sich um Zeiträume in der Größenordnung von 2, 5 oder 10 Jahren dreht.¹⁰⁸ Bis 2013 will das Unternehmen kapitalmarktfähig sein. Ob dann unmittelbar ein Börsengang bevorstehe, sei jedoch offen. Klar ist, daß sich eine so verschachtelte, schwer zu steuernde und kontrollierende Gruppe wie die LEG nicht einfach weiterverkaufen läßt. Der weitere Umbau des Konzerns ist also auch für einen möglichen Exit der Eigentümer notwendig. Die wichtigsten Projekte im Rahmen des Konzernumbaus sind:

- Einführung des neuen SAP-basierten ERP-Programms BlueEagle
- Bilanzierung nach IFRS-Standard
- umfassende Refinanzierung
- neue standardisierte Sollprozesse in wesentlichen Arbeitsabläufen
- Spezialisierung der Mitarbeiter in den Kundencentern, um Neuvermietungen noch effizienter zu organisieren
- Abwicklung der Sparten Development und Wohneigentumsverwaltung

Bei der Einführung der neuen Managementtools handelt es sich um ein Konzernplanungstool, ein steuerungsorientiertes Berichtswesen, ein Liquiditätstool sowie um ein Tool zur Analyse

¹⁰⁸ Wohnungswirtschaft heute: LEG Nordrhein-Westfalen jetzt wird durchgestartet. Heft 26, Nov. 2010, S. 46-53.

und Abbildung des Kreditportfolios. Weitere Elemente sind unter anderem ein Portfoliosteuerungssystem, ein modernes Bewirtschaftungsberichtswesen und ein Liegenschaftsinformationssystem.

Die neu entwickelten steuerungsorientierten Managementinformationssysteme sollen eine effizientere Bewirtschaftung der Bestände ermöglichen und die Portfoliostrategie in stärkerem Maße auf Wertorientierung ausrichten.¹⁰⁹ Bei der Einführung des ERP-Systems (Enterprise Resource Planning), dessen Kern das SAP-System BlueEagle darstellt (als Fortführung des wohnungswirtschaftlichen Systems Wohndata), geht es um die Herstellung von mehr Transparenz in der Wohnungsbewirtschaftung. Darüber hinaus soll eine professionelle IT-Telefonie eingeführt werden.¹¹⁰

Anders als bei Mitbewerbern wie der Deutschen Annington sind umfangreiche Einzelprivatisierungen offensichtlich kein wichtiger Strategiebaustein. Die Personalkosten können vorläufig nur in geringem Maße verringert werden, da die Mitarbeiter durch die Sozialcharta vor betriebsbedingten Kündigungen geschützt sind. Dennoch ist eine Änderung der Unternehmensstrategie nach der Privatisierung zu erkennen. Dazu LEG-Konzernchef Thomas Hegel: „Wir waren in der Vergangenheit ein Unternehmen, dessen Gesellschafter eine andere Philosophie hatten. Das führte dazu, daß insbesondere im Bereich Stadtentwicklung und Development, aber auch in den Bereichen Wohnen viele Projekte auch deswegen durchgeführt wurden, weil es ein kommunales, ein öffentliches Interesse an der Realisierung gab. Es wurde zwar nie unwirtschaftlich gehandelt, aber nicht allein die Wirtschaftlichkeit hat bei der Entscheidungsfindung eine Rolle gespielt. Beispielsweise Stadtumbau West-Projekte mit hohem Abschreibungsbedarf waren natürlich unter der alten Eigentümerstruktur den Aufsichtsgremien leichter zu vermitteln. Heute wird ganz neutral mit Blick auf den wirtschaftlichen Erfolg geprüft.“¹¹¹

III.7 Quo vadis LEG?

Bis 2013 will die LEG zu den besten privatwirtschaftlichen Wohnungsunternehmen zählen und eine überdurchschnittliche Kundenzufriedenheit erreichen. Ob das mit der bisherigen Strategie erreicht werden kann, bleibt abzuwarten. Für die Mieter ist das Zurückfahren der Bestandsinvestitionen nicht vorteilhaft. Allerdings werden die Bestimmungen der 2018 auslaufenden Sozialcharta eingehalten. Insofern sind möglichen Einsparungen bei Personal und Bestandsinvestitionen Grenzen gesetzt. Dennoch ist eine Veränderung der Unternehmensstrategie im Sinne einer stärkeren Renditeorientierung bereits deutlich wahrnehmbar.

Für die Zukunft ist nicht klar, welche Exitstrategie eingeschlagen werden wird. Mögliche Optionen sind ein Weiterverkauf oder ein Börsengang. Diese Exitoptionen können aber erst

¹⁰⁹ Geschäftsbericht 2007, S. 20.

¹¹⁰ LEG-Magazin 1/2011.

¹¹¹ Geschäftsbericht 2008, S. 14.

wahrgenommen werden, wenn die Restrukturierung abgeschlossen und die Bilanzierung auf den IFRS-Standard umgestellt wurde.

Von der Finanzierungsseite besteht kein Handlungsdruck, weil keine Schulden verbrieft worden sind. Die Sozialcharta wird während ihrer verbleibenden Laufzeit keine radikalen ergebniswirksamen Reorganisationsmaßnahmen zulassen. Dies würde für sich genommen eine Strategie nahelegen, bei der nach Ablauf der Charta eine mit einem spürbaren Personalabbau verbundene Reorganisation durchgeführt wird und 1-2 Jahre später ein Börsengang versucht wird. Gegen diesen Weg spricht aber die damit verbundene untypisch lange Haltezeit des Investments. Der Exit könnte also auch schon während der Laufzeit der Sozialcharta vorgenommen werden.

B.IV Immeo und Foncière Développement Logements (FDL)

Unter der Bezeichnung „Immeo“ wird ein Komplex von Immobilienfirmen zusammengefaßt, die über Zwischenholdings von der französischen Wohnimmobilien-Aktiengesellschaft Foncière Développement Logements S.A. (FDL) kontrolliert werden, einem französischen REIT (SIIC). Beherrschender Mehrheitsaktionär der FDL war bis vor kurzem die Immobilien-Aktiengesellschaft Foncière des Régions (FdR), ebenfalls eine REIT-Gesellschaft, die aber auf Büroimmobilien für Großunternehmen fokussiert ist.¹¹²

Die drei parallelen Portfolien der FDL sind überwiegend aus dem ehemaligen ThyssenKrupp-Immobilienkonzern hervorgegangen, dessen Wohnimmobilien GmbH 2004 an ein Konsortium von Morgan Stanley und Corpus veräußert worden war. Diese Investoren sind bereits im Jahr 2006 aus dem Investment wieder ausgestiegen.

Nach diesem Exit kam unter anderem die früher teilkommunale Gewo Datteln hinzu. Die drei Portfolien weisen durchaus unterschiedliche Kennzahlen auf. Die Verwaltung aller Wohnungen erfolgt durch die „Immeo Wohnen Service GmbH“, die außerdem noch Fremdwohnungen verwaltet.

FDL besaß Ende 2011 knapp 42.600 Wohnungen in Deutschland. Davon lagen mehr als 42.000 Wohnungen in NRW. FDL/Immeo ist damit nach der Deutschen Annington und der LEG der drittgrößte Wohnungsanbieter in NRW. Die FDL-Firmen haben seit der Übernahme vergleichsweise viele Wohnungen durch Einzelprivatisierungen und in letzter Zeit auch durch Blockverkäufe veräußert. Im Gegenzug hat sich FDL in der letzten Zeit zunehmend in andere Wohnungsmärkte wie Berlin eingekauft und sich auch an neuen Geschäftsfeldern beteiligt (Logistik).

¹¹² Der Immobilienkonzern FdR wurde von der Firmen-Holding „Batipart“ des Unternehmers Charles Ruggieri begründet, einem Produkt der Immobilienverwertung der lothringischen Stahlindustrie. Inzwischen hat Batipart ihren Exit aus der FdR organisiert. Neuer Hauptaktionär ist der Anlagefonds „Delfin“ des italienischen Brillen-Milliardärs Leonardo Del Vecchio. Weitere Großaktionäre sind die Versicherungen Predica (Crédit Agricole), Covéa sowie die Bankengruppe Crédit Mutuel.

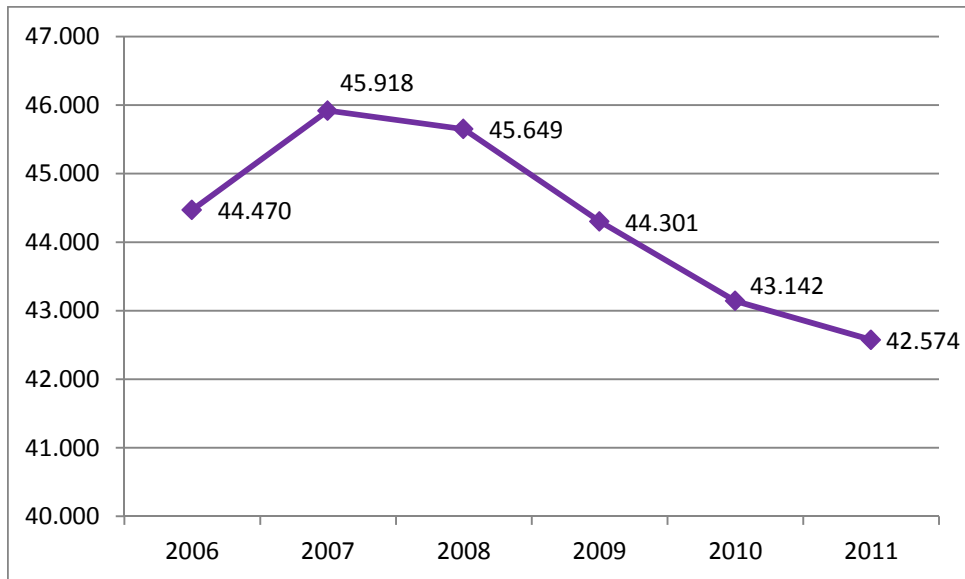


Abbildung B-29: Entwicklung des Wohnungsbestands der FDL in Deutschland 2006-2011

Quelle: Geschäftsberichte

Im Unterschied zur Deutschen Annington und anderen Beteiligungsunternehmen wird FDL/Immeo seit dem Exit von Morgan Stanley/Corpus im Jahr 2006 nicht mehr von Private Equity-Fonds mit vergleichsweise kurzfristigem Zeithorizont kontrolliert, sondern über die REIT-Strukturen von vermögenden Unternehmern dominiert, die ihr Privatkapital investiert haben. Daneben treten noch Versicherungen und Banken als Aktionäre auf.

IV.1 Entstehung und Entwicklung der Plattform

Die Wohnimmobilienplattform „Immeo“ ist 2005 aus dem Verkauf der ThyssenKrupp-Wohnimmobiliensparte (mit der ThyssenKrupp Wohnimmobilien GmbH als Holding) an ein Konsortium der Investmentbank Morgan Stanley mit der Corpus-Gruppe hervorgegangen. Die aufgekauften Wohnungsunternehmen wurden 2005 und 2006 nach sehr kurzer Haltezeit in zwei Transaktionen an französische REITs weiterveräußert. Bei der Entwicklung der Plattform Immeo/FDL können folgende Phasen unterschieden werden:

1. Das spätere Transaktionsobjekt „ThyssenKrupp Immobilien“ entsteht aus Fusionen montanverbundener Wohnungsunternehmen.
2. Durch den Verkauf von ThyssenKrupp Immobilien an die Finanzinvestoren entsteht die Plattform Immeo.
3. In den Jahren 2005 und 2006 erfolgen umfassende gesellschaftsrechtliche und finanzielle Restrukturierungen (darunter die erste Verbriefung) und zugleich umfangreiche Einzel-, Paket- und Gesellschafts-Verkäufe.
4. Im Jahr 2006 vollziehen die Ersterwerber den Exit durch den Verkauf der Immeo an die neue geschaffene französische REIT-Plattform FDL.
5. Die Finanzierung wird durch eine weitere Verbriefung restrukturiert.

6. Im Jahr 2010 wird das Unternehmen nach vielen Verlustjahren durch die FDL rekaptalisiert.

Die Immeo ist in vielerlei Hinsicht ein lohnendes Studienobjekt. Man kann anhand ihrer Entwicklung nicht nur die Methoden und Instrumente von Private Equity-Fonds studieren, sondern auch die Folgen der Beherrschung von Wohnungsunternehmen durch REIT-Strukturen.

IV.1.1 Von Thyssen und Krupp zu ThyssenKrupp

Die ThyssenKrupp Wohnimmobilien GmbH war zum Zeitpunkt der Immeo-Transaktion nicht älter als fünf Jahre. Sie war ein Ergebnis der Fusion der Stahlkonzerne Thyssen und Krupp im Jahr 1989, bei der die Immobiliensparten der beiden Stahlkonzerne zur ThyssenKrupp Immobilien GmbH zusammengeführt worden waren. Die damit verbundene Reorganisation der Immobiliensparten und ihre systematische Trennung vom Kerngeschäft der ThyssenKrupp AG war die Voraussetzung für die in der Folge einsetzende Verwertung der traditionsreichen Werkwohnungsbestände. Es handelte sich um einen qualitätsmäßig differenzierten Wohnungsbestand, der seit dem 19. Jahrhundert für die Versorgung der Beschäftigten der Montanindustrie (Arbeiter, aber auch Angestellte mit höheren Einkommen) im Ruhrgebiet geschaffen worden war.

Nach Vorläufern im 19. Jahrhundert begann der massenhafte Werkwohnungsbau bei Thyssen in der großen Wohnungsnot nach dem Ersten Weltkrieg. Mit den Wohnungsbauprogrammen der 30er Jahre wurden vor allem Kleinwohnungen geschaffen. In den 50er Jahren erfolgten umfangreiche Werkssiedlungsneubauten für die nun immer stärker auf die Stahlindustrie ausgerichtete Thyssen AG.

Seit den 70er Jahren ging in Folge des geringeren Wohnungsbedarfs der nun schrumpfenden Belegschaften der Neubau stark zurück. Es kam aber zu größeren Modernisierungswellen, die auch die bauliche Strukturen der Siedlungen stark veränderten. Die Belegungsstruktur war in zunehmendem Maße von nicht-werksangehörigen Mietern geprägt.

Seit etwa 1980 kam es auch zu Privatisierungen an Mieter und ab den 90er Jahren professionalisierte der Konzern sein Immobilienmanagement unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten. Hatte in früheren Jahrzehnten die Motivation der Wohnraumversorgung der Beschäftigten durch Neubau und Erneuerung des Bestandes im Mittelpunkt gestanden, wurden nun die stillen Reserven des umfangreichen Immobilienbesitzes der Thyssen AG entdeckt. Der Immobilienbereich wurde systematisch zu einem Komplex eigener wirtschaftlicher Unternehmungen mit den Schwerpunkten Immobiliendienstleistungen, Planung, Development und Wohnungsbewirtschaftung umorganisiert.

Der Wohnungsbau des Unternehmers Krupp in Essen setzte schon vor dem ersten Weltkrieg ein, wobei Genossenschaften leitender Angestellter eine wichtige Rolle spielten. Diese Wohnungs-Unternehmungen wurden 1922 von der Krupp AG zu einer Abteilung zusammengefaßt, ohne ihre rechtliche Unabhängigkeit aufzuheben. Die Zentralisierung der Krupp-nahen

Wohnungsunternehmen setzte 1940 ein. 1993 erfolgt im Zuge der Fusion mit Hoesch die Umfirmierung in Krupp Hoesch Immobilien GmbH. Die Wohnungsunternehmen der beiden Stahl-Unternehmen blieben aber vorläufig noch rechtlich selbständig.

Wie bei Thyssen, kam es auch bei Krupp ab den 1970er Jahren nicht mehr in nennenswertem Umfang zu Neubauten. Nach umfangreichen Verkäufen umfaßte der zersplitterte Wohnungsbesitz der „Friedr. Krupp AG Hoesch-Krupp“ bei der Fusion mit Thyssen ca. 16.500 Wohnungen.

Die Versorgung der Beschäftigten mit Wohnraum war unter den Bedingungen des Wohnraummangels in allen Stahlunternehmen ein für die Arbeitnehmer wichtiges Element der Montanmitbestimmung. Die Wohnungsvergabe erfolgte über von den Betriebsräten besetzte Stellen. Die Wohnraumversorgung war also auch in die betriebliche Öffentlichkeit eingebunden, sie war Teil der Fürsorgeverpflichtung der Montanindustrie für ihre Belegschaften. Mit dem Abschmelzen der Belegschaften in Folge der Stahlkrise ging die Bedeutung für die Wohnraumversorgung rasch zurück und das drückte sich auch in einem nachlassenden Interesse der Mitbestimmungsgremien an den Wohnimmobilien aus.

Unter diesen Bedingungen nimmt es nicht Wunder, daß die Wohnimmobilien als eigenständig verwertbare Vermögensmasse in den Fokus der Konzernleitungen geraten sind. Dazu schuf die Aufhebung der Wohnungsgemeinnützigkeit 1989 sowohl bei Thyssen als auch bei Krupp-Hoesch die rechtlichen Voraussetzungen. Ein besonderer Verkaufsdruck bestand aber unter den herrschenden nachfrageseitigen Bedingungen zunächst nicht, da spürbare Mieterhöhungen auch ohne Investitionen am Markt erzielbar und aufgrund des Wegfalls der Beschränkungen der Gemeinnützigkeit auch rechtlich durchsetzbar waren. Allerdings gerieten die Konzerne später aufgrund ihrer hohen Verschuldung und ihrer umfangreichen Pensionsverpflichtungen unter einen wachsenden finanziellen Druck, ihre in den Immobilienbeständen verborgenen stillen Reserven zu heben.

Die bereits eingeleiteten Entwicklungen zu einem eigenständigen Geschäftsfeld Immobilien-Management und -Verwertung wurden nach der 1998 erfolgten Fusion von Thyssen und Krupp vollendet. Während sich der fusionierte Konzern auf seine „Kerngeschäfte“ und die Bewältigung der Folgen der Stahlkrise konzentrierte, wurde der Immobiliensektor systematisch restrukturiert, womit die Voraussetzungen für einen gewinnbringenden Verkauf der Wohnungen geschaffen wurden. Soziale Interessen der Mieter – auch der Kündigungsschutz der (ehemaligen) Werksangehörigen – spielten dabei keine zentrale Rolle. Sie konnten allenfalls auf lokaler Ebene über die betrieblichen Mitbestimmungsgremien zur Sprache gebracht werden.

Die in der „ThyssenKrupp Immobilien GmbH“ zusammengefaßten Immobiliengeschäfte der ThyssenKrupp AG verteilten sich auf 31 Gesellschaften. Als zentrale Holding diente die ThyssenKrupp Wohnimmobilien GmbH, eine 100-prozentige Tochter der ThyssenKrupp Immobilien GmbH.

Die ThyssenKrupp Immobilien GmbH hatte im Jahr 2004 ein Bilanzvolumen von 520 Mio. Euro. Bei einem Eigenkapitalanteil von 57 Prozent war das Wohnbauvermögen mit 326 Mio. Euro bewertet. Das entsprach einem durchschnittlichen Wertansatz von lediglich 6.800 Euro pro Wohnung. Der Immobilienbestand war seinerzeit sicherlich auch bei vorsichtiger Einschätzung der regionalen Marktbedingungen und bei Berücksichtigung des Erneuerungsbedarfs erheblich unterbewertet. Für den Mutterkonzern bedeutete dies eine hohes Wertsteigerungspotential, das durch Verkäufe realisiert werden konnte.

In den Geschäftsjahren 2002 bis 2004 trug der Wohnimmobilienbereich mit hohen Ergebnissen nach Steuern und einer zweistelligen Eigenkapitalrendite erheblich zur Stabilisierung des Konzernergebnisses bei. Der Mutterkonzern erhielt dagegen wegen seiner hohen Verschuldung und seiner Pensionsverpflichtungen schlechte Noten von den Ratingagenturen, was seine Finanzierungskosten erhöhte. Im Jahre 2003 beschloß ThyssenKrupp das Programm „Desinvest 33+“, das die Abtrennung von mehr als 30 „nicht strategischen Beteiligungen“¹¹³ vorsah. Damit sollte die Verschuldung des Gesamtunternehmens verringert und ein besseres Rating der Verbindlichkeiten erreicht werden. Der Verkauf der Wohnimmobiliensparte gelang dann schneller als erwartet.

IV.1.2 Der Verkauf an Morgan Stanley / Corpus: Struktur und Finanzierung der Transaktion

Im Jahr 2004, also zu einem Zeitpunkt, wo sich die globale Immobilienpreisentwicklung weiter kräftig beschleunigte, bot auch die ThyssenKrupp AG ihre dafür bereits vorbereiteten Wohnungsunternehmen interessierten Käufern an.¹¹⁴ Ende 2004 wurde der Verkauf an ein Bieterkonsortium von Morgan Stanley-Immobilienfonds und der Corpus Gruppe bekanntgegeben. Mit dem Verkauf waren keinerlei Selbstverpflichtungen der Käufer gegenüber den Mietern verbunden.

Kurz nach der Bekanntgabe des Verkaufs der Wohnimmobilien stuften die Ratingagenturen die Rating-Noten von ThyssenKrupp herauf.¹¹⁵ Insofern ist das Kalkül der Konzernleitung aufgegangen. Der ThyssenKrupp-Geschäftsbericht 2004/2005 vermeldete dazu: „Mit dem Verkauf der Wohnimmobilien haben wir die größte Transaktion seit der Fusion im Jahr 1999 erfolgreich abgeschlossen. Die Veräußerung der rund 48.000 Wohnungen in der Rhein-Ruhr-Region hat wesentlich zur Reduktion der Netto-Finanzverbindlichkeiten des Konzerns beigetragen und darüber hinaus weiteren finanziellen Spielraum für zukünftiges strategisches Wachstum geschaffen.“ Angesichts des Umfangs der mit dem Verkauf gehobenen stillen Reserven dürfte die seit dem 1. Januar 2002 geltende Steuerfreiheit von Gewinnen, die deutschen Kapitalgesellschaften aus der Veräußerung von Anteilen an anderen inländischen Kapi-

¹¹³ ThyssenKrupp AG, Geschäftsbericht 2004/2005.

¹¹⁴ Zu den Bewerbern soll u.a. Terra Firma gehört haben, die gleichzeitig für die Viterra bot. Im Vergleich zum Viterra-Deal gab es über das Verkaufsverfahren aber kaum öffentliche Berichte.

¹¹⁵ Handelsblatt 10.02.2005: Thyssen-Krupp mit besserem Rating.
<http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/thyssen-krupp-mit-besserem-rating/2472948.html> .

talgesellschaften entstehen, eine wesentliche Rolle für die Verkaufsbereitschaft von ThyssenKrupp gespielt haben, zumal da der Industriekonzern in den Jahren 2004-2006 kräftige Ergebniszuwächse zu verzeichnen hatte.

Im ersten Schritt der Transaktion wurde die Geschäftsanteile der ThyssenKrupp Wohnimmobilien GmbH von der ThyssenKrupp Immobilien GmbH an das Erwerberkonsortium veräußert. Dazu wurden die Anteile an vier Akquisitionsvehikel¹¹⁶ übertragen. Jede dieser Erwerbengesellschaften wurde wiederum von verschiedenen Fonds der „Morgan Stanley Real Estate Fund IV“-Reihe und zu 6,5 Prozent von der Corpus-Gruppe kontrolliert. Durch Zwischenschaltung dieser Akquisitions-GmbHs wurde das Risiko der investierenden Fonds auf den investierten Betrag begrenzt, und es wurden die Voraussetzung für den späteren „Down-Stream-Merger“ mit der Verlagerung der Ankaufschulden auf die Zielgesellschaft geschaffen.

Morgan Stanley war und ist eine der weltweit bedeutendsten Investmentbanken, die zahlreiche Private Equity- und Real Estate Private Equity-Fonds aufgelegt hat. Die Corpus Immobiliengruppe ist 1995 aus dem Outsourcing der Immobiliengeschäfte der Stadtsparkasse Köln hervorgegangen. Gesellschafter der auf Maklergeschäfte, Asset-Management und Eigentumsobjekte spezialisierten Gruppe waren zum Zeitpunkt der Transaktion zu je 25 Prozent die Sparkassen Düsseldorf, Frankfurt, Köln und die M. Zimmer Holding Köln. Die Zusammenarbeit zwischen Morgan Stanley und der Corpus-Gruppe war bewährt, zum Beispiel bei der Verwaltung der ausgelagerten Immobilien der Telekom.¹¹⁷

Der wirtschaftliche Übergang auf das Konsortium Morgan Stanley / Corpus erfolgte zum 1. Februar 2005. Von der Transaktion betroffen waren rund 48.000 Wohnungen und 370 Mitarbeiter. Das neue Unternehmen wurde „Immeo Wohnen“ genannt und die Tochtergesellschaften wurden entsprechend umbenannt.

Der Kaufpreis für die ThyssenKrupp Wohnimmobilien GmbH wurde in einer Pressemitteilung von ThyssenKrupp mit „ca. 2,1 Milliarden“¹¹⁸ angegeben. Laut Geschäftsbericht der ThyssenKrupp AG soll der Verkaufspreis 1.940 Mio. € betragen haben, als Gewinn wurden 870 Mio. € ausgewiesen.¹¹⁹ Im Börsenprospekt der späteren Immeo-Verbriefung¹²⁰ ist von einem Kaufpreis von 2.027,5 Mio. € die Rede. Zusätzlich wurden Verbindlichkeiten in Höhe 82,6 Mio. € übernommen, bestehend aus öffentlichen Wohnungsbaukrediten in Höhe von 81,1 Mio. € und Garantien des ThyssenKrupp-Konzerns in Höhe von 1,5 Mio. Euro.

¹¹⁶ Die Vorrats-GmbHs: Johanna 41 Vermögensverwaltungs GmbH, Johanna 44 Vermögensverwaltungs GmbH, Johanna 47 Vermögensverwaltungs GmbH, Wohnportfolio Eins GmbH; siehe Immeo Residential Finance plc, 2005, S. 7.

¹¹⁷ Auch mit einer zweiten großen im Bereich Real Estate Private Equity tätigen Investmentbank, der Citigroup, hat Corpus intensiv zusammengearbeitet. Die Citigroup war ein wesentlicher Finanzierer der Viterra-Transaktion und zusammen mit Morgan Stanley auch an der Finanzierung der Immeo-Transaktion beteiligt.

¹¹⁸ ThyssenKrupp 10.2.2005: „Verkauf der Wohnimmobilien von ThyssenKrupp für 2,1 Mrd. Euro ist abgeschlossen“.

¹¹⁹ ThyssenKrupp AG, Geschäftsbericht 2005/2006.

¹²⁰ Immeo Residential Finance plc, 2005, S. 8.

Der Anschaffungswert der Wohnimmobilien lag bei 674 Euro/m². Das liegt zwar deutlich unter dem Preis, die Terra Firma wenig später für die Viterra-Wohnungen zahlte. Gemessen an der Größe des Pakets, dem Marktumfeld und dem Zustand vieler Wohnungen erscheint der Preis aber dennoch recht hoch. Erklärt werden kann dies zum einen mit den spekulativen Aufschlägen, die gerade für große Portfolien auf dem Höhepunkt des Immobilien- und Finanzmarktbooms gezahlt wurden. Davon abgesehen wurde eben nicht nur ein Immobilienpaket, sondern ein eingeführtes, traditionsreiches und funktionierendes Wohnungsunternehmen samt Personal gekauft, das dem Erwerber als „Plattform“ für finanzielle Transaktionen, Expansionsbestrebungen und Wohnungshandel geeignet erschien.

Der von ThyssenKrupp realisierte Transaktionswert (Erlöse und Entlastungen, ohne Erwerbsnebenkosten des Käufers) betrug 2.110,2 Mio. Euro. Die Bilanzsumme im letzten Geschäftsbericht der ThyssenKrupp Wohnimmobilien GmbH entsprach jedoch am 30.9.2004 mit 520 Mio. Euro nur einem Viertel des Transaktionswertes. Der ThyssenKrupp-Konzern hat durch den Erwerb „stille Reserven“ in Höhe von mehr als 1,5 Milliarden Euro gehoben.

Verkauf der ThyssenKrupp Wohnimmobilien GmbH an MSREF/C-Fonds			
15.12.2004			
Kosten	Mio €	Finanzierung	Mio €
Kaufpreis ThyssenKrupp	2.027,5	Eigenkapital von MSREF/C	222,0
Ersatz von ThyssenKrupp Bürgschaften	1,5	Akquisitionskredit	1.852,4
Kredite aus öffentlicher Förderung	81,1	Bürgschaften	1,5
Summe Transaktionswert ohne Erwerbskosten	2.110,1	Kredite aus öffentlicher Förderung	81,1
Erwerbskosten u. Steuern	47,1		
Gesamtkapitalisierung	2.157,2	Gesamtfinanzierung	2.157,0

Tabelle B-27: Transaktionsbilanz ThyssenKrupp

Der Kauf wurde mit einem Akquisitionskredit von Citigroup und Morgan Stanley in Höhe von 1.852 Mio. Euro finanziert. Der Eigenkapitalanteil der Käuferfonds an der Transaktion betrug 222 Mio. Euro. Das entsprach 10,3 Prozent des Transaktionswertes.

IV.2 Gesellschaftsrechtliche Struktur

Für die haftungsbeschränkte Beteiligung der Finanzinvestoren an der Immeo Wohnen GmbH wurden nach Auflösung der Akquisitions-GmbHs neue Kapitalgesellschaften geschaffen. Bei diesen Beteiligungsgesellschaften handelte es sich um die niederländischen Firmen Altomonte BV (33,9 Prozent Anteile an der Immeo-Wohnen GmbH), Mariemont Holding BV (37,4 Prozent) und Landhorst BV (22,2 Prozent) und die Corpus Asset GmbH (6,5 Prozent).

Die niederländischen Holdings erlaubten eine steuersparende Vereinnahmung von Gewinnen durch die Gesellschafter. Die Konstruktion der neuen Zwischenholdings vereinfachte außer-

dem die Einbeziehung weiterer Gesellschafter ebenso wie zukünftige Transaktionen auf der Gesellschafterebene. Außerdem waren die Investoren durch die geringen Anforderungen der niederländischen BVs an das haftende Eigenkapital gegenüber Verlustrisiken abgeschirmt.

An jeder der drei niederländischen Gesellschaften war ein anderer von Morgan Stanley aufgelegter befristeter Immobilienfonds zu 52,75 Prozent beteiligt. Den Rest der Anteile (47,25 Prozent) hielt jeweils die luxemburgische Firma „Sculptor Investments S.a.r.l“. Sculptor Investments seinerseits wurde von zwei Hedge-Fonds der US-amerikanischen „Och-Ziff Capital Management Group“ kontrolliert, einem aus der Investmentbank Goldman Sachs hervorgegangen alternativen Finanzmarktteilnehmer.

Die ehemalige Krupp Hoesch Immobilien GmbH wurde mit Wirkung zum 1.5.2005 mit der Immeo Wohnen GmbH verschmolzen, so daß diese nun den ehemaligen Hoesch-Grundbesitz besaß. Am 1. Juli 2005 bereits wurde ein Teil dieser Immobilien an die neu gegründeten Firmen „Immeo Grundstücks GmbH“ und „Immeo Grundvermögen GmbH“ übertragen, um möglichen zukünftigen Transaktionssteuern auf Immobilienverkäufe zuvor zu kommen.

Ebenfalls zum 1. Juli 2005 wurden der neu gegründeten „Immeo Wohnen Service GmbH“ sämtliche operativen Managementaktivitäten des Immeo-Konzerns übertragen, einschließlich des Personals. Damit war die für die weitere Entwicklung maßgebliche systematische Trennung zwischen Immobilienmanagement, Eigentümerfunktionen und Beteiligungsstrukturen weitestgehend vollzogen.

Ende 2011 stellt sich die Struktur der Plattform wie folgt dar:

- Die Konzern-Muttergesellschaft FDL, eine französische Aktiengesellschaft mit SIIC-Status.
- Die Objektgesellschaften in Frankreich als unmittelbare Tochterunternehmen.
- Die Zwischenholdings FDL Deutschland und FDL Régions mit Sitz in Frankreich oder Luxemburg.
- Die für die deutschen Wohnungsbeteiligungen zentrale Luxemburger Zwischenholding Batisica S.à.r.l.
- Die Banque de Luxembourg S.A. und ihre Beteiligungsstruktur als Minderheitsgesellschafter.
- Die aufgrund der Transaktionsgeschichte etwas verwirrende Beteiligungsstruktur mit deutschen GmbHs für die drei deutschen Teilportfolien.
- Die immobilienbestandshaltenden Gesellschaften als Töchter der Beteiligungsstrukturen.
- Die Immeo Wohnen Verwaltungs GmbH als zentraler Dienstleister für alle deutschen Wohnungsbestände.

Zentrale Holding ist die luxemburgische Batisica S.à.r.l., eine „Société à responsabilité limitée“, also so etwas wie das luxemburgische Pendant zur deutschen GmbH. Eine Mindestkapitaleinlage ist nicht vorgeschrieben und die Registrierung der S.à.r.l. ist einfach und kostengünstig.

Zwischenholdings in Luxemburg werden von Finanzinvestoren oft eingesetzt. Dafür sprechen aus ihrer Sicht vor allem steuerliche Gründe, die leichte Installation, die Flexibilität und die in Luxemburg bereitstehenden Dienstleister. Für den Exit ist von Bedeutung, daß die Anteile nach einer kurzen Haltefrist steuerfrei weiterveräußert werden können. Außerdem können Anleihen relativ leicht in Gesellschaftsanteile umgewandelt werden.

Anders als bei der deutschen Annington hat es auf der operativen Ebene der Struktur keine weiteren Ausgründungen von Funktionsgesellschaften gegeben.

IV.3 Wohnungsbestand der Immeo

Die Angaben des Börsenprospektes zur späteren Verbriefung erlauben eine Quantifizierung des Wohnungsbestandes der Immeo im Sommer 2005: Am 1. September 2005 gehörten zum Immobilienbestand der Immeo 47.633 Wohneinheiten. Hinzu kamen 8.884 Parkplätze, 454 Geschäftsräume und 562 unbebaute Grundstücke.

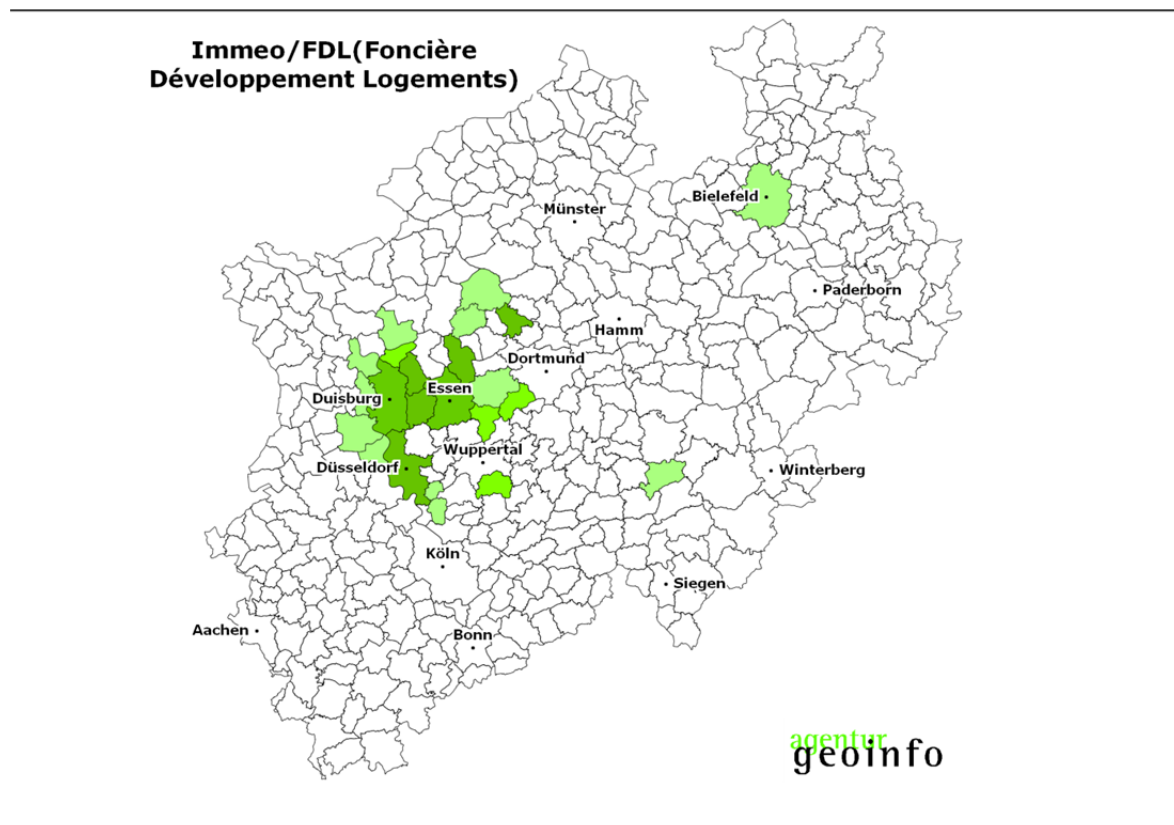


Abbildung B-31: Bestandsverteilung der Immeo in NRW

An der Gesamtfläche von 3,243 Mio. m² hatten Wohnflächen im Umfang von 3,062 Mio. m² einen Anteil von 94 Prozent. Die Netto-Mieteinnahmen aus den Wohnungen betrugen 164,4 Mio. Euro jährlich. Die Mieteinnahmen pro Monat und m² lagen bei 4,48 Euro. Die auf 4,5 bis 5 Prozent geschätzte Leerstandsquote ließ angesichts des Markumfeldes kein allzu großes Verbesserungspotential erwarten.

Der gesamte Bestand an bebauten Grundstücken wurde mit 2.108,6 Mio. Euro bewertet, davon entfielen 2.063,7 Mio. € (98 Prozent) auf Wohnungen. Der Wert der bebauten Immobilien entsprach 12,3 kalkulatorischen Jahresmieten.

Über 94 Prozent der Wohnungen waren vor 1981 errichtet worden, 83,4 Prozent vor 1971. Die Wohnungen waren relativ klein (durchschnittlich 64,2 m² Wohnfläche) und lagen zum großen Teil in den Arbeiterquartieren von Industriestädten des Ruhrgebietes mit schrumpfender Bevölkerung.

IV.3.1 Entwicklung des Wohnungsbestandes von FDL / Immeo

Mit der Übernahme der Immeo Ende 2006 und der anschließenden Verbriefung des Akquisitionskredites im Frühsommer 2007 hatte sich die FDL eine große operative Plattform für das Mietwohnungsgeschäft in Deutschland geschaffen. Die FDL betrachtete die Immeo von Anfang nicht bloß als Bestandsverwalter und Cash cow, sondern als eine Immobilienplattform, mit der sich ein dynamisches Wachstum organisieren lassen sollte. Im Jahr 2007 kam es zu weiteren Transaktionen, mit der die FDL ihre Präsenz auf den Wohnungsmärkten in Deutschland und Frankreich ausbaute.

Nach der Schaffung der Wohnungskonzerns FDL bestand der Wohnungsbesitz dieses französischen Unternehmens am 31. Dezember 2006 aus verschiedenen Firmen- und Immobilienportfolien.¹²¹ Der Wohnungsbestand in Frankreich war allerdings nicht umfangreich.¹²² Über die luxemburgische Batisica S.a.r.l. und weiteren Zwischenholdings kontrollierte die FDL zwei Firmenkomplexe in Deutschland:

- die FDR Holding GmbH mit einem Anlagevermögen von 274 Mio. € Das dazugehörige „Kennedy-Portfolio“ umfaßte drei Objektgesellschaften samt Beteiligungsstrukturen (insgesamt 11 Firmen) mit 5.481 Wohnungen.
- die IMMEO Wohnen GmbH (insgesamt 9 Firmen) mit dem „Lyndon Portfolio“: ein Anlagevermögen von 1,83 Mrd. € das sich auf 39.639 Wohneinheiten verteilt.

Zur Immeo Wohnen GmbH gehört auch die IMMEO Wohnen Service GmbH, in der die Dienstleistungen und das Personal (2006: 312 Mitarbeiter) für alle deutschen Portfolien gebündelt wurden und die auch die Verwaltung veräußerter Immeo-Bestände weiterführte.

¹²¹ Nach Foncière Développement Logements, Reference Document 2006.

¹²² In Frankreich besaß FDL am 31.12.2006 31 Objektgesellschaften mit 3.321 Wohnungen. 55 Prozent davon lagen in der Pariser Region (Île-de-France), der Rest konzentrierte sich auf regionale Zentren. Der Einzelverkaufswert wurde auf 777,1 Mio. € geschätzt.

Nach dem sprunghaften Wachstum des Immobilienbestandes in wirtschaftlich eher benachteiligten Städten Deutschlands (z.B. Duisburg, Essen, Mülheim, Oberhausen, Gelsenkirchen) im Jahre 2006 erkannte die FDL einen Bedarf, die Verteilung der Portfolioschwerpunkte zwischen den Standorten Deutschland und Frankreich zu readjustieren.¹²³ Trotz dieser Ankündigung blieb Deutschland auch im Jahr 2007 der Schwerpunkt der Akquisitionsaktivitäten der FDL.

Im August 2007 übernahm die als weitere Tochter von Batisica S.a.r.l. neu gegründete Akquisitionsgesellschaft „FDL Wohnen GmbH“ 73,4 Prozent der Geschäftsanteile der „Gesellschaft für Wohnen Datteln GmbH“ („Gewo“). Die Gewo bewirtschaftete zum Ende des Jahres 2007 ca. 2.260 Wohnungen in Datteln. 35 Prozent davon waren öffentlich gebunden und unterlagen der Mietpreisbindung, worin die FDL ein großes Wertsteigerungs-Potential erkannte.¹²⁴

Verkäufer der Gewo-Beteiligung war die „Wohnbau Westfalen Beteiligungs-GmbH“, eine Gesellschaft die zum Konzernkreis der RAG gehörte. Der Wert der Gesellschaft betrug 104 Mio. Euro. Der Kaufpreis dürfte bei ca. 53,58 Mio. Euro gelegen haben. Der Kauf der Geschäftsanteile wurde zu 70 Prozent von Fonds der FDL und zu 30 Prozent mittels Bankkrediten finanziert.¹²⁵ Andererseits wurden im Geschäftsjahr 2007 besonders an den Schwerpunktstandorten der Immeo in Duisburg, Mülheim und Essen viele Wohnungen verkauft. Diese Tendenz setzte sich in den beiden nachfolgenden Geschäftsjahren fort.

	2006	2007	2008	2009	2010	Prozentuale Veränderung 2006-2010
Anzahl Wohneinheiten	44.470	45.918	45.649	44.301	43.142	-3,0
davon Immeo	39.265	38.639	37.587	36.650	35.527	-9,5
davon FDR Holding	5.481	5.443	5.417	5.401	5.378	-1,9
davon GEWO	2.278	2.259	2.245	2.151	2.141	-6,0

Tabelle B-28: Entwicklung des Wohnungsbestandes der FDL in Deutschland

Der Nettogewinn aus dem Verkauf von Anlagevermögen entsprach bei den Immeo-Verkäufen im Jahr 2007 etwa 23,6 Prozent des Buchwertes. Im Jahr 2008 stieg diese Marge bei der Immeo auf 26,1 Prozent.

¹²³ Foncière Développement Logements, Reference Document 2007.

¹²⁴ Foncière Développement Logements, Reference Document 2007, S. 13.

¹²⁵ Im August 2009 erwarben die FDL Wohnen GmbH und die RRW-FDL Wohnen GmbH & Co. KG die restlichen Anteile an der nun „Immeo Gesellschaft für Wohnen Datteln mbH“ genannten Gesellschaft. An der Gewo war die FDL Wohnen GmbH mit 94 Prozent und die RRW-FDL Wohnen GmbH & Co. KG mit 6 Prozent beteiligt. Der Kaufpreis der Anteile (26,6 Prozent) betrug 18,01 Mio. € (Jahresabschlüsse der Gesellschaft 2006 bis 2010).

Im Geschäftsjahr 2010 stiegen die Verkäufe aus dem Wohnungsbestand signifikant an. In Deutschland wurden in diesem Jahr 1.181 Wohnungen für 84,7 Mio. € verkauft (ca. 3 Prozent der deutschen Immobilienwerte). Der Anteil der Einzelverkäufe im Jahr 2010 lag in Deutschland bei 73 Prozent.

Die Wohnungsverkäufe wurden im Geschäftsjahr 2011 fortgesetzt. Darunter waren auch etliche Blockverkäufe im Ruhrgebiet. Zugleich kaufte sich FDL im Jahr 2011 gezielt in den Berliner Wohnungsmarkt ein. Dort wurden knapp 2.500 Wohnungen erworben. Für die Verwaltung dieser neu erworbenen Bestände richtete Immeo eine Niederlassung in Berlin ein. Diese Strategie wurde öffentlich als Diversifizierung dargestellt.

Zu den im Jahr 2011 aus dem deutschen Bestand in größeren Blöcken veräußerten Wohnungen zählen:

1. Verkauf von 369 Wohnungen in Essen-Frohnhausen und von 156 Wohnungen in Essen-Margarethenhöhe an das kommunale Wohnungsunternehmen Allbau.
2. Verkauf von 185 Wohnungen in Düsseldorf-Reisholz an die GWH Immobilien Holding aus Kassel.¹²⁶
3. Verkauf von 627 Wohnungen in Düsseldorf und Essen an „zwei institutionelle Investoren“ für 41,8 Mio. Euro.
4. Verkauf von 1.163 Wohnungen in Düsseldorf, Hilden und Langenfeld für 78 Mio. € an die Deutsche Wohnen AG.
5. Verkauf von 354 Wohneinheiten in Düsseldorf an die lokale Immobilien-Firma Hensgen.

Den räumlichen Schwerpunkt der Verkäufe bildeten attraktive Makro-Standorte wie Düsseldorf. Insoweit die Käufer bekannt wurden, handelt es sich nicht um Investoren mit Schwerpunkt auf dem Substandard-Segment. Daß es sich eher um das Tafelsilber als um die Ladenhüter gehandelt haben dürfte, dafür spricht auch das bei den unter 4. und 5. genannten Transaktionen erzielte Preisniveau von durchschnittlich etwa 67.000 Euro je Wohneinheit.

Trotz der vielen Verkäufe machen die ehemaligen ThyssenKrupp-Wohnungen der Portfolien Lyndon und Kennedy (gut 39.000 WE) immer noch 90 Prozent des deutschen FDL-Bestandes aus.

IV.3.2 Verteilung der Wohnungsbestände

Abgesehen von den in Berlin hinzugekauften Wohnungen befinden sich alle Wohnungen der deutschen FDL-Portfolien in NRW. Innerhalb von NRW konzentrieren sie sich im Westen und der Mitte des Ruhrgebietes, sowie an (ehemaligen) Industriestandorten im Rheinland.

¹²⁶ Die GWH ist eine 100-prozentige Tochter der Landesbank Hessen-Thüringen (HELABA). Sie bewirtschaftet ca. 48.500 Wohnungen, vor allem in Hessen. In den letzten Jahren hat sich die GWH zusätzlich gezielt auf Wachstumsmärkten eingekauft, vor allem auch in Düsseldorf.

	2006	2007	2008	2009	2010
Bielefeld	5	5	5		
Bochum	179	179	179		
Datteln		2.257	2.243	2.243	2.232
Dinslaken	988	979	977	972	969
Duisburg	18.230	17.764	17.425	17.298	16.975
Düsseldorf	2.559	2.489	2.458	2.196	1.977
Essen	10.719	10.669	10.614	10.182	9.798
Finnentrop	39	39	39		
Gelsenkirchen	1.186	1.184	1.184	1.182	1.182
Haltern		2	2		
Hattingen	822	822	814	814	812
Hilden	213	188	181		
Hünxe	12	12	12		
Krefeld	377	377	373		
Langenfeld	408	408	408		
Marl	8	8	8		
Meerbusch	92	92	92		
Moers	499	499	496		
Mülheim	3.842	3.666	3.482	3.397	3.318
Oberhausen	2.724	2.724	2.715	2.693	2.623
Remscheid	802	789	776	774	763
Rheinberg	24	24	24		
Witten	742	742	742	742	742
Sonstige				1.808	1.751
Summe	44.470	45.918	45.249	44.301	43.142

Tabelle B-29: Verteilung des Wohnungsbestandes der FDL in NRW

Im Jahr 2010 lagen knapp 40 Prozent aller FDL-Wohnungen in Deutschland in Duisburg. Dieser Standort ist von einer hohen Arbeitslosenquote, einer negativer Bevölkerungsentwicklung, stagnierenden Mieten und einem überschuldeten Kommunalhaushalt geprägt. Innerhalb von Duisburg lag ein Schwerpunkt in von (ehemaliger) Schwerindustrie geprägten „Absteiger-Stadteilen“ wie Marxloh und Hamborn im Norden der Stadt.

In der ehemaligen Krupp-Stadt Essen lagen 2010 weitere 23 Prozent der FDL-Wohnungen. Auch diese Stadt weist eine negative Bevölkerungsentwicklung auf. Die Immeo-Wohnungen lagen 2005 vor allem im Westen und Nord-Westen der Stadt, darunter schwierige, aber auch sehr attraktive Standorte.

Die nahe gelegenen Industriestädte Mülheim und Oberhausen vereinigen noch einmal fast 14 Prozent des FDL-Bestandes auf sich. Mehrere Tausend Wohnungen der FDL gibt es außerdem in Datteln, Düsseldorf und Gelsenkirchen. Auf einen Anteil von mehr als 1 Prozent am Gesamtbestand kommen Industriestandorte wie Hattingen, Remscheid und Witten.

Sieht man von Düsseldorf ab, befinden sich fast alle Wohnungen in Städten, die unter den Folgen des industriellen Strukturwandels und des demographischem Wandels leiden. Dennoch ist nur ein Teil der Standorte ausgesprochenen „Absteigerregionen“ im Norden des Ruhrgebietes zuzuordnen. Ein nicht unerheblicher Teil der Bestände liegt in der Einflußzone des boomenden Standorts Düsseldorf. Auch Immobilienstandorte im Ruhrtal wie Mülheim, Hattingen oder Witten weisen trotz der heftigen Arbeitsplatzverluste in der Industrie noch gewisse Perspektiven auf und zwar auch als Wohnstandorte für Nachbarstädte. In den begünstigteren Lagen können Wertsteigerungen und Mietzuwächse vor allem bei Neuvermietungen realisiert werden. Solche Lagen scheinen aber ein Schwerpunkt der Blockverkäufe im Jahr 2011 gewesen zu sein.

Alles in allem sind die Aussichten für gewinnträchtige Einzelverkäufe oder Aufwertungsinvestitionen entsprechend differenziert einzuschätzen. Ein großer Teil des Wohnungsbestandes ist aufgrund seiner Lage an Standorten mit rückläufigem Wohnungsbedarf mit erheblichen Leerstandsrisiken behaftet. Das Mieterhöhungspotential in diesem Teil des Bestandes dürfte entsprechend begrenzt sein. Ob in diese Bestände noch ausreichend investiert werden wird, um die Bausubstanz auf Dauer zu erhalten, ist in manchen Fällen fraglich.

IV.3.3 Bestandspflege und Modernisierung

Bei den ehemaligen ThyssenKrupp-Wohnungen der Portfolien Lyndon und Kennedy handelt es sich zum großen Teil um Wohnungen, die in den 50er bis frühen 70er Jahren als preisgünstige Sozialwohnungen gebaut worden sind und die heute oft einen erheblichen Erneuerungsbedarf aufweisen.¹²⁷

Die Summe der Aufwendungen und Investitionen für die Instandhaltung und Modernisierung des deutschen Wohnungsbestandes ist zwischen 2007 und 2011 insgesamt um 19 Prozent auf 47,5 Millionen Euro gestiegen. Bezogen auf den Quadratmeter wurden 2011 17,19 Euro investiert.

	2007	2008	2009	2010	2011
Laufende Instandhaltung Mio. €	18,10	16,10	15,90	16,00	15,00
Aktivierte Modernisierungskosten Mio. €	21,80	31,60	30,70	27,20	32,50
Instandhaltung und Modernisierung Mio. €	39,90	47,70	46,60	43,20	47,50
Wohnfläche in m ²	2.961001	2.958.438	2.859.665	2.778.310	2.763.320
Wohneinheiten	45.918	45.649	44.301	43.142	42.574
Instandhaltung je m ² und Jahr €	6,11	5,44	5,56	5,76	5,43
Instandhaltung und Modernisierung € pro m ²	13,48	16,12	16,30	15,55	17,19

Tabelle B-30: Instandhaltung und Modernisierung bei FDL Deutschland 2007-2011

Quelle: Geschäftsberichte

¹²⁷ 83,4 Prozent der Immeo-Wohnungen wurden vor 1971 fertiggestellt, 28,5 Prozent vor 1950.

Die Werte scheinen sich auf den ersten Blick wohltuend von anderen Finanzinvestoren abzuheben. Bei genauerer Betrachtung fällt ins Auge, daß sich dahinter vergleichsweise hohe Modernisierungskosten und sehr niedrige laufende Instandhaltungsausgaben verbergen. Die Instandhaltungsaufwendungen sind im Zeitraum 2007-2011 von 6,11 auf nur noch 5,43 €/m² gesunken.

Modernisierungen konzentrieren sich naturgemäß auf wenige intensive Maßnahmen an bestimmten Standorten. So wurden in Mülheim-Heimaterde 20 Wohnungen seniorengerecht ausgebaut und in Essen-Fullerum wurden für 1,3 Mio. Euro Solarzellen auf Gebäudeflächen von 2.500 m² installiert. Im Jahr 2008 sollen knapp 3.000 Wohneinheiten verbessert worden sein. Dies würde einer Investitionssumme von 10.533 €pro Wohneinheit entsprechen.

IV.4 Strategie der Investoren Morgan Stanley / Corpus

Nach Presseberichten¹²⁸ hat Morgan Stanley die ThyssenKrupp Wohnimmobilien-Gruppe als strategische Plattform für den weiteren Wohnungshandel in Deutschland angesehen. Aufgabe der Immeo Wohnen sei es, den ehemaligen Thyssen-Krupp-Wohnungsbestand zu vermarkten, sagte Stuart Robertson, Chef der europäischen Immobilienabteilung von Morgan Stanley.¹²⁹ Erklärtes Geschäftsmodell von Morgan Stanley war zu diesem Zeitpunkt der Umbau des Wohnungskonzerns von einem „reinen Vermietungsdienstleister in eine aktive Asset-Managementfirma, die die Objekte „renoviert, privatisiert und restrukturiert sowie Bauträgertätigkeiten übernimmt“¹³⁰. Neben dem Einzelverkauf werde auch die Verwertung von Teilen des Portfolios durch Immobilienfonds geprüft, hieß es schon im März 2005. Nach einer Verdoppelung des Wohnungsbestandes strebe man an die Börse, am liebsten über das Exitvehikel der deutschen REITs.

Michael Zimmer, Sprecher der Geschäftsführung der Corpus Immobiliengruppe meinte in einer Pressemitteilung: „Mit Blick auf die erfolgreiche Transaktion planen wir, den Erwerb großer Portfolios gemeinsam mit internationalen Fondsgesellschaften und Investmentbanken fortzusetzen. Dabei fokussieren wir uns als Portfolio- und Asset-Manager auf die Kostenanalyse und die strategische Vertriebsplanung und -steuerung.“¹³¹

Unmittelbar nach dem Aufkauf starteten die neuen Investoren ein wahres Feuerwerk kreativer Restrukturierungen, Umorganisationen und Transaktionen, die noch im Jahr des Ankaufs zu Teilexits führten.¹³² Dabei kam die gesamte Palette an Instrumenten zum Einsatz, die für ein Real Private Equity Investment typisch ist.

¹²⁸ Manager-Magazin, 15.12.2004: Wohnungen bringen mehr als zwei Milliarden Euro. Die Immobilienfonds von Morgan Stanley sollen damals ein Fondsvolumen von insgesamt rund 10 Milliarden € verwaltet haben.

¹²⁹ Corpus activity report 2005, http://www.nju.de/downloads/5_4_0_activity_report05.pdf.

¹³⁰ Immobilien-Zeitung, 10.03.2005: Morgan Stanley in Deutschland: Zuversichtlicher Investor auf depressiven Märkten.

¹³¹ http://www.thyssenkrupp.com/de/presse/art_detail.html&eid=tk_pnid1332

¹³² Siehe dazu Kaiser (2008) und den Börsenprospekt der Immeo Finance PLC (November 2005).

Der erste Schritt war eine umfassende Restrukturierung der gesellschaftsrechtlichen Beziehungen. Damit sollten Steuerpflichten auf der Ebene der neuen Anteilseigner vermieden werden. Zugleich wurde mit der Umstrukturierung der Immobilienbesitz systematisch von den operativen Managementfunktionen getrennt, was auch eine Voraussetzung für die erste Immeo-Verbriefung war. Parallel dazu wurde der Verkauf von Teilportfolien in der zweiten Jahreshälfte vorbereitet.

IV.5 Geschäftsmodelle und Geschäftsentwicklung der FdR/FDL

Nach eigenen Angaben besteht die Strategie der Foncière des Regions (FdR), also der Gründungsmutter von FDL, aus drei essentiellen Elementen:

- langfristige Geschäftspartnerschaften mit institutionellen Investoren,
- einer sektoralen und geographischen Diversifikation der Finanzanlagen,
- der Suche nach sicheren Cash flows.

Diese drei Elemente bauen aufeinander auf. Institutionelle Investoren suchen in einer langfristigen Partnerschaft nach transparenten Anlagemöglichkeiten, was durch Spezialisierung auf bestimmte Anlageklassen erleichtert wird. Die Diversifikation ermöglicht außerdem eine breite Risikostreuung und sichert einen stabileren Cash flow-Verlauf in der Zeit. Eine sektorale Diversifikation der Anlageklassen erfordert ein relativ hohes Anlagevolumen und spezialisierte Anlagevehikel.

IV.5.1 FDL

Mit der „Foncière Développement Logements“ (FDL) hat die FdR in enger Zusammenarbeit mit den Banken eine zu Gewinnausschüttungen verpflichtete REIT-Aktiengesellschaft als ein Anlageprodukt konstruiert, das die oben genannten Kriterien durch eine Spezialisierung auf transnational diversifizierte Wohnungsinvestments erfüllt.

Diese Wohnungsplattform ergänzt die Portfolien der institutionellen Anleger um ein risikoarmes Anlageprodukt. Mietzahlungen aus der Vermietung von Wohnräumen sorgen an ausgeglichenen Märkten schon per se für einen relativ stetigen Cash flow. Dessen Berechenbarkeit nimmt noch weiter zu, wenn die gehaltenen Wohnungsbestände auf mehrere Länder verteilt sind. Gerade die abweichende Marktzyklik in Frankreich und Deutschland ermöglicht eine verbesserte Risikostreuung und daraus ergeben sich Möglichkeiten für eine Kompensation von Risiken und Cash flows.

Die FDL wurde zunächst als vereinfachte Aktiengesellschaft (SAS) nach französischem Recht gegründet, um 2006 den Status einer börsennotierten Aktiengesellschaft (S.A.) zu erhalten. Wie zuvor die FdR hat auch FDL für den Status einer „Société d'Investissement Immobilier Cotée“ (SIIC) optiert, also der französischen Version des REIT-Modells, die seit 2003 zugelassen war. Hierbei handelt es sich um eine Aktiengesellschaft, die ausschließlich in Immobilien investiert und ihre Gewinne größtenteils an die Aktionäre ausschütten muß. Dafür genießt sie Steuerbegünstigungen. Unter der Bedingung, daß mindestens 85 Prozent des Ge-

winns und 50 Prozent der Wertzuwächse eines Jahres im nächsten Geschäftsjahr an die Gesellschafter ausgezahlt werden, ist eine SIIC-Gesellschaft von Gewinnsteuern befreit.

FDL hielt zum 31. Dezember 2011 einen Bestand von mehr als 45.000 Wohnungen im Wert von 3,3 Milliarden Euro. Der französische Wohnungsbestand besteht zwar nur aus 1.641 Einheiten. Er macht aber gleichwohl 27 Prozent des Portfoliowertes aus. Ein großer Teil dieser Wohnungen befindet sich in Paris oder innerhalb der Île de France. Die Mieteinnahmen pro Monat und Quadratmeter aus dem französischen Portfolio liegen aktuell bei 13,30 Euro. Das ist das zweieinhalb Mal mehr als im deutschen Portfolio erzielt wird. Seit 2006 konnte die Durchschnittsmiete für die in Frankreich gehaltenen Wohnungen um 48 Prozent gesteigert werden.

Neben dem Arrangeur und Hauptaktionär FdR brachten sich vier weitere Partner als Aktionäre bei der Gründung der FDL ein. Dabei legten sie bereits in ihrem Eigentum befindliche Immobilien in die FDL ein. Sie erhielten als Kompensation für die Einbringung der eigenen Immobilienbestände entsprechende Aktienpakete.

Entwicklung der Anteile an der FDL								
	31.12.05	31.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10	30.6.11	
Aktienkurs	16,25 €	30,95 €	19,50 €	6,00 €	17,95 €	17,85 €	18,90 €	
	Aktien %	Aktien %	Aktien %	Aktien %	Aktien %	Aktien %	Aktien %	%
FdR (+ Sovaklé)	252.053 67	4.966.550 36	22.827.029 38	22.947.004 38	22.950.531 35	22.123.098 33	33,6	
FdR Wert Mio. €	4,096	153,715	445,127	137,682	411,962	394,897		
Predica	60087 16	2070544 15	8282176 14	8282176 14	9915924 15	9915924 15	15,1	
ACM Vie	18958 5,1	750372 5,5	3001488 5	4201488 7	4201488 6,3	4201488 6,3	7,2	
Generali Vie	18958 5,1	746776 5,4	4836934 8,1	4836934 8,1	4836934 7,3	4836934 7,3	8,9	
GMF Vie	15167 4	800539 5,8	4285641 7,1	5825641 9,7	5844778 8,8	5844778 8,8	19,4	
GMF Assurances	3791 1	133791 1	835164 1,4	1485164 2,5	1493164 2,3	1493164 2,3		
Summe Gründungspartner	116961 31	4502022 33	21241403 35	24631403 41	26292288 40	26292288 40	50,6	
Wert Mio. €	1,901	139,338	414,207	147,788	471,947	469,317		
FdR + Gründungspartner	252.128 98	4.966.625 69	22.827.104 73	22.947.079 79	22.950.606 74	22.123.173 73	84	
Élysée Holding		1.558.752 11	6.235.008 10					
Cardif Assurance Vie		1.247.003 9,1	4.988.012 8,3	6.863.552 11	7.690.440 12	7.690.440 12	11,7	
Banques Populaires de Lorraine		166.410 1,2	665.640 1,1	665.640 1,1	665.640 1	665.640 1	1,4	
Banques Popolaire du Sud-ouest		59.950 0,4	239.800 0,4	239.800 0,4	239.800 0,4	239.800 0,4		
Generali Iard			627.522 1	1.327.522 2,2	1.327.522 2	1.327.522 2		
Assistante Protection Juridique			20.000 0	70.000 0,1	80.000 0,1	80.000 0,1		
Coveva				1.499.234 2,5	1.547.234 2,3	1.547.234 2,3		
MMA Vie					2.872.220 4,3	2.872.220 4,3		
Immobilière des MMA					920.000 1,4	920.000 1,4		
MACIF						833.333 1,3	2,5	
Public	6154 1,6	1.215.350 8,9	3.227.520 5,4	1.827.779 3	1.677.517 2,5	1.671.617 2,5	0,3	
Total	375168 100	13.716.037 100	60.071.934 100	60.071.934 100	66.263.192 100	66.263.192 100	100	
Wert Mio. €	6,096	424,511	1.171,403	360,432	1.189,424	1.182,798		

Tabelle B-31: Entwicklung der Anteile an der FDL

Die Zahl der Gesellschafter (Aktionäre) der FDL blieb überschaubar. Nur ein kleiner Teil der Aktien wird öffentlich gehandelt. Die meisten Aktien liegen bei institutionellen Investoren. Unter ihnen ist FdR mit gut einem Drittel der Anteile nach wie vor der mit Abstand größte Aktionär. Etwa 40 Prozent der Aktien befindet sich im Besitz der vier anderen Gründungspartner. Im Grunde handelt es sich bei FDL immer noch um eine Partnerschaft der FdR mit verschiedenen Versicherungsgesellschaften.

IV.5.2 FdR

Eine wesentliche Voraussetzung für die Gründung der „Foncière Développement Logements“ war die bereits bei der „Foncière des Régions“ eingeübte spezifische Kultur und Methodik der immobilienorientierten Geschäftspartnerschaft unter großen institutionellen Akteuren. Diese Partnerschaftskultur entwickelte sich vor dem Hintergrund der Abwicklung und des Outsourcings größerer Immobilienpakete durch französische Staatsunternehmen seit den 80er Jahren.

Die Wurzeln der FdR liegen in der Übernahme eines lothringischen Werkwohnungsunternehmens und eines Parkhausbetreibers.¹³³ Das Unternehmen hat sich als Outsourcing-Partner für kriselnde staatliche und halbstaatliche Unternehmen rasch einen Namen gemacht. Die Immobilien der Unternehmen wurden in die stetig wachsende FdR eingebracht. Die Unternehmen wurden dabei zum Teil Gesellschafter der FdR. Angelsächsische Finanzinvestoren stellten zusätzlich Beteiligungskapital bereit. Das Netzwerk wurde auf diese Weise immer größer. Folgende Meilensteine der Entwicklung lassen sich ausmachen:

- **2001:** Übernahme von Gewerbe- und Wohnimmobilien der Versicherung AXA, die außerdem Anteilseigner von Foncière wurde. Erwerb von Büroimmobilien von Electricité de France zusammen mit einem Morgan Stanley-Fonds.
- **2002:** Übernahme von 457 Immobilien von France Télécom. Eine Partnerschaft mit dem CEA (staatliches Nuklear-Forschungszentrum) ermöglichte der FdR den Erwerb des Immobilienunternehmens SOVAKLE mit 4.000 regional breit gestreuten Wohneinheiten. Damit bot sich die Möglichkeit, ein Netzwerk von lokalen Vertretungen aufzubauen.
- **2003:** Neubestimmung der Geschäftsstrategie nach der Einführung der französischen Form der REITs (SIIC): Diversifizierung (Büros und Industrieimmobilien), und Bildung spezialisierter REITs. Option der FdR für den REIT-Status.
- **2004:** Gründung des REIT „Foncière des Murs“ (Hotels und Pflegeheime) zusammen mit Bank- und Versicherungspartnern.

¹³³ Im Zuge der Abwicklung der lothringischen Stahlindustrie gelangte der französische Unternehmer Charles Ruggieri an das Eigentum über das ehemalige industrieverbundene Sozial-Wohnungsunternehmen (HLM) „Immobilière Batibail“ und gründete 1988 die Familienholding Batipart. Diese setzt 1998 das Kapital von Batibail ein, um sich mit 50 Mio. € an dem 1963 gegründeten Parkhaus-Betreiber „Garages Souterrains de Metz“ (GSFR) zu beteiligen, der später in „Garages Souterrains et Foncière des Régions“ umbenannt wurde. Das Unternehmen besaß im Jahr 2000 hauptsächlich Wohnungen.

- **2005:** Kauf von Bail Invest (Logistik-Immobilien). Gründung der FDL zusammen mit den Partnern Predica, ACM Vie, Federation Continentale Groupe Generali und Azur GMF.
- **2007:** Übernahme eines großen Aktienpaketes an dem italienischen Immobilien-Konzern Beni Stabili.¹³⁴

Mit 14 Milliarden Euro Anlagevermögen galt FdR nun als größter „Immobilien-Player“ in Frankreich. Es wurde zum Ziel erklärt, einen europäischen Immobilien-Marktführer mit starken Portfolien in Frankreich, Italien und Deutschland zu schaffen.

Das Outsourcing der Immobilienbestände staatlicher Monopolunternehmen hat in Frankreich als Initialzündung für die Entstehung einer zunehmenden Vernetzung unterschiedlicher Akteure des Kapital- und Finanzmarktes gewirkt. Nach der Zulassung der französischen REITs konzentrierte sich die Auslagerung von Immobilien in Immobilien-Anlagevehikel mit REIT-Status. Mit dieser Entwicklung einher ging eine starke Diversifizierung der unterschiedlichen Immobilienanlagentypen verbunden mit einer beschleunigten Konzentration von Immobilieneigentum in spezialisierten REITs und Ansätzen zu einer Transnationalisierung. Alles in allem hat der französische Markt damit im Hinblick auf seine Kapitalmarktorientierung einen deutlichen Vorsprung gegenüber dem deutschen Markt erreicht, wo die REITs noch in den Kinderschuhen stecken und überhaupt nicht in Bestandsmietwohnimmobilien investieren dürfen.

Von Bedeutung für die Einschätzung von FDL / Immeo ist der hohe Grad an institutioneller Vernetzung zwischen Anbietern und Erwerbern sowie zwischen Schuldern und Gläubigern, der den Akteuren abgestimmte Operationen ermöglicht.

IV.5.3 Das Geschäftsmodell der Immobilien-Transaktions-Partnerschaft

Von Anfang betonte FDL die Bedeutung von Geschäftspartnerschaften mit großen institutionellen Akteuren für das eigene Geschäftsmodell: „Auch weiterhin verfolgt Foncière Développement Logements das Ziel, sich im Wohnungssektor auszudehnen, einem Sektor, der bei der Erzeugung von regelmäßigen Cashflows mit hervorragender Risikostreuung eine eindrucksvolle Bilanz vorzuweisen hat. Diese Zielsetzung steht im Einklang mit den Investitions-Partnerschaften des Unternehmens, insbesondere mit großen institutionellen Anlegern, die sich mit Hilfe eines börsennotierten Vehikels indirekt im Wohnungssektor engagieren wollen.“¹³⁵

Die Betonung des Partnerschaftsgedankens erscheint angesichts der Entwicklung der Muttergesellschaft FdR naheliegend. Die FdR sieht sich selbst als Partner für die gemeinsame Ent-

¹³⁴ Dazu tauschte Leonardo del Vecchio, Gründer des italienischen Brillenherstellers Luxottica, sein 40-prozentiges Anteilspaket an Beni Stabili für Anteile an der Foncière ein. Beni Stabili wurde zu einem REIT nach italienischem Recht.

¹³⁵ Foncière Développement Logements, Reference Document 2007.

wicklung spezialisierter Immobilien-Anlagevehikel für die Kapitalanlagebedürfnisse großer institutioneller Investoren. Die Auslagerung von Immobilienportfolios in ein zusammen mit FdR konstruiertes Anlagevehikel beinhaltet die Möglichkeit, daß der bisherige Immobilienbesitzer Mitgesellschafter des Anlagevehikels wird und die Immobilien auch weiterhin selbst nutzt.

Auf der anderen Seite ist die FdR aber auch auf dem Gebiet der Privatisierung der Immobilien von Staatsunternehmen aktiv. Der Schwerpunkt liegt hier auf den Gebieten der Vermarktung und Plazierung der Immobilienportfolios.

Ein weiterer Schwerpunkt der Aktivitäten der FdR ist die Unterstützung von Industrieunternehmen, Versicherungen und anderen Investoren beim Verkauf oder bei der Auslagerung ihrer Mietwohnungsportfolien. Solche Transaktionen erfolgen nicht zuletzt auch aus dem Grund, daß mit der Ausgliederung in eine REIT-Gesellschaft Steuern gespart werden können.

Bei der Entwicklung der Transaktionsmodelle und Exitoptionen arbeitet die FdR eng mit Finanzinvestoren und Investmentbanken zusammen. Schon die Gründung der Foncière Développement Logements folgte einem Modell, bei dem die Anforderungen der MSREF-Fonds an eine Exit-Gesellschaft für die Immeo-Beteiligung mit dem Interesse französischer institutioneller Anleger an der Nutzung der steuerbegünstigten REITS für ihre Immobilienanlage kombiniert wurden.

Es kann von einem Modell der „Immobilien-Transaktions-Partnerschaft“ gesprochen werden, das sowohl die Möglichkeit der späteren Auflage von REPE-Exits als auch die der Auslagerung von Portfolios aus steuerlichen Gründen beinhaltet.

IV.6 Unternehmensfinanzierung

IV.6.1 Belastung der Immeo mit den Schulden der Käufer

Rückwirkend zum 1.1.2005 wurden zunächst die Gesellschafteranteile an den Tochtergesellschaften und die Immobilien der nun in „Immeo Wohnen GmbH“ umbenannten ehemaligen ThyssenKrupp GmbH in eine neu gegründete Kommanditgesellschaft mit dem Namen „Immeo Wohnen Asset GmbH & Co. KG“ ausgelagert. Die Immeo Wohnen GmbH wurde zum Komplementär dieser Gesellschaft und hielt fast 100 Prozent der Anteile. Die neugegründete Einzweckgesellschaft „Immeo Wohnen Verwaltungs GmbH“ diente nur dazu, der neuen KG einen Kommanditisten zu verschaffen. Diese Konstruktion ermöglichte die Vermeidung des Anfalls von Grunderwerbsteuer bei der Transaktion.

Der Zweck der Verlagerung der direkten Vermögenswerte in die neue Tochter-KG war es, die Muttergesellschaft „Immeo Wohnen GmbH“ in die Lage versetzen, mit den bisherigen Gesellschafterfirmen zu verschmelzen („Down-Stream Merger“), ohne daß dabei die Gesellschafterfunktion mit der Vermögensverwaltungsfunktion vermischt wurde.

Im nächsten Schritt gingen die vier Akquisitions-GmbHs in der Immeo Wohnen GmbH auf. Damit wurde die Mutterfirma des Immeokonzerns direkt mit den für den Kauf aufgenommenen Schulden belastet. Der Schuldendienst konnte nun direkt aus dem Cash flow der Mutter und

nicht mehr aus den abgeführten Gewinnen erfolgen. Damit wurde die Zahlung von gewinnbezogenen Steuern vermieden.

Durch die Beteiligungsstrukturen wurde dem Unternehmen kein zusätzliches Kapital zur Deckung der Belastungen zugeführt. Vielmehr wurde das Unternehmen nicht nur mit den Kosten des für den Kauf aufgenommen Kredites belastet, sondern zusätzlich mit hoch verzinsten Gesellschafterdarlehen (ursprünglich knapp 200 Mio. Euro).

IV.6.2 Erste Verbriefung

Die oben skizzierte Restrukturierung der Kapitalbeteiligung mittels „Up- und Down-Stream-Mergers“ und die beiden Teilexits stellen typische Praktiken des Financial Engineering im Rahmen einer Private Equity-Beteiligung an Immobilienunternehmen dar. Ebenso typisch ist die kurzfristige Anfinanzierung der Übernahme, die von vornherein auf eine spätere Restrukturierung orientiert: Der erst im Februar von Morgan Stanley und der Citibank gewährte Akquisitionskredit für die Immeo-Transaktion mußte unverzüglich restrukturiert werden, denn er hatte nur eine Laufzeit bis September 2005. Höchstwahrscheinlich ist dieser Übernahmekredit nur unter der Prämisse gewährt worden, daß innerhalb der ersten Monate eine Refinanzierung erfolgt. Hier war es natürlich eine Erleichterung, daß Morgan Stanley nicht nur als Initiator und General Partner, sondern auch als Fremdkapitalgeber an der Transaktion mitgewirkt hatte. Die Notes für die erste Verbriefung des Immobilienvermögens wurden am 23. November 2005 ausgestellt.¹³⁶

Mit Hilfe der Verbriefungstransaktion verkauften die Hauptkreditgeber – die Citibank und Morgan Stanley selbst („Senior Lenders“) – ihre Forderungen gegenüber der „Immeo Wohnen GmbH“ und ihren Töchtern an die irische Zweckgesellschaft „Immeo Residential Finance plc“. Es handelte sich um Forderungen in Höhe 1.545,5 Mio. Millionen Euro aus dem im Februar 2005 gewährten Akquisitionskredit in Höhe von 1.852 Millionen Euro. Die Anleihen wurden in vier Tranchen mit unterschiedlicher Verzinsung und unterschiedlichen Risikoprofilen ausgegeben.

¹³⁶ Börsenprospekt „Immeo Residential Finance plc“ (November 2005).

Immeo Finance 1	Class A	Class B	Class C	Class D	Summe
2005 Betrag Mio. €	1.073,500	153,000	162,000	157,000	1.545,500
Zinsen % + EURIBOR	0,17	0,26	0,47	0,75	
Zins 01.12.2005 2,756	2,926	3,016	3,226	3,506	
Zinsbetrag jährlich Mio. €	31,411	4,614	5,226	5,504	46,756
Zins 01.09.2006 3,071	3,241	3,331	3,541	3,821	
Zinsbetrag jährlich Mio. €	34,792	5,096	5,736	5,999	51,624
LTV 9/2005 Prozent	54,6	61,8	69,5	76,9	
2005 Rating	AAA	AA-	A	BBB	

Tabelle B-32: Rahmendaten zur Verbriefung Immeo Finance 1

Die im Rahmen der ersten Immeo-Verbriefung ausgegebenen Notes hatten eine Laufzeit bis zum 15. März 2010 mit einer Verlängerungsoption bis zum 5. März 2013. Außerdem war vereinbart, daß im Falle von größeren Verkäufen oder Gesellschafterwechseln der gesamte Kredit zur Rückzahlung fällig würde.

Für die Transaktion waren als Financial Covenants eine Interest Cover Ratio (ICR) von 1,05 (ein sehr niedriger Wert)¹³⁷ und eine degressive Rent Multiple Ratio (RMR)¹³⁸ vereinbart, deren Erfüllung angesichts der Kapitalstruktur eine gewisse Herausforderung darstellte. Möglicherweise erfolgte der Exit Ende 2006 nicht zuletzt auch, um einen „Default Event“ bzw. das Einschließen von zusätzlichem Eigenkapital durch die Fondsinvestoren zu verhindern.

Besichert war die Verbriefung mit Immobilien bei allen bestandshaltenden Immeo-Gesellschaften, Verpfändungen der Gesellschaftsanteile bei den direkten Töchtern der Immeo Wohnen GmbH sowie mit Verpfändungen und Abtretungen von Forderungen aus Mietverträgen, Versicherungen, Bankkonten u.a. bei den Muttergesellschaften.

IV.6.3 Zweite Verbriefung

Im März 2007 wurde auch der im November 2006 für den Immeo-Kauf durch FDL gewährte Transaktionskredit (Term Loan) verbrieft. Diese Verbriefung mit dem Namen „Immeo Residential Finance 2 plc“ folgte weitgehend dem Muster der ersten Verbriefung.

Die Kernoperation bestand darin, daß die Gläubiger des Akquisitionskredites für den Immeo-Kauf – BNP Paribas, Citibank International plc, Morgan Stanley und Société Générale – ihre Forderungen in Höhe von 1.438 Mio. € an die neu gegründete Zweckgesellschaft mit Sitz in Dublin verkauften. Das Kapital zur Auszahlung der ursprünglichen Gläubiger wurde durch die Ausgabe von vier CMBS-Tranchen mit unterschiedlichen Risikoprofilen aufgebracht.

¹³⁷ Das Zinsaufwandverhältnis ICR stellt das Verhältnis zwischen der Jahresnettomiete und den Zinszahlungen dar. Der Nettomiettertrag muß bei einer ICR von 1,05 nur 5 Prozent über den Zinsverpflichtungen liegen.

¹³⁸ Die RMR ist eine Kennzahl für das Verhältnis von Nettoverschuldung zu Nettomietterträgen. Sie gibt an, wie viele Jahresmieten erforderlich sind, um die Schulden abzutragen. Nach den Covenants sollte diese Kennzahl am 15. Dezember 2006 nicht höher als 11 liegen, im Folgejahr höchstens bei 10,3. Für 2008 waren Obergrenzen von 9,7 und für 2009 von 9,3 vorgesehen.

Durch die Transaktion wurde „Immeo Residential Finance 2 plc“ zum Hauptgläubiger der Immeo-Wohnen GmbH und aller ihrer immobilienbesitzenden Töchter. Die Zinsen werden aus den Mietzahlungen der als Sicherheiten dienenden Immeo-Wohnungen aufgebracht, die Tilgung sollte über Wohnungsverkäufe finanziert werden. Die Laufzeit des Kredits endet im Jahre 2013.

Als Verzinsung war EURIBOR plus 0,5 Prozent vereinbart. Die Zahlung von Zins und Tilgung erfolgt vierteljährlich. Als Covenants wurden Werte für die Interest Cover Ratio (ICR) und anders als bei der ersten Verbriefung die Loan to Value Ratio (LTV) festgelegt. Die ICR muß mindestens 110 Prozent betragen, das sind 5 Prozentpunkte mehr als in der Erstverbriefung. Die LTV darf laut Kreditvertrag 75 Prozent nicht überschreiten.

Nach den Geschäftsberichten war die Tendenz der LTV-Entwicklung nicht positiv. Sie könnte im Jahr 2009 ein kritisches Niveau erreicht haben. Auch aus diesem Grund könnte der kräftige Kapitalzuschuß im Jahre 2010 zur Heilung der Schwellenverletzung erforderlich geworden sein.

Werden die Financial Covenants verletzt, müssen alle flüssigen Mittel auf ein Sicherheiten-Konto gezahlt werden, das vom „Facility Agent“ der Verbriefung verwaltet wird. Überschüsse werden an den Schuldner ausgezahlt, wenn die Covenants wieder erfüllt werden. Zu einem „Default Event“, der Fälligkeit des Gesamtkredites, kommt es wenn der Wert für den ICR zweimal hintereinander unter 110 Prozent fällt, oder einmal unter 105 Prozent. Eine Verletzung des LTV-Wertes führt dagegen bei dieser Verbriefung nicht zum Default Event. Allerdings dürfen bei einem LTV über 75 Prozent keine Zahlungen mehr an die Muttergesellschaften und andere Partner erfolgen. Da die Immeo Wohnen GmbH bis 2010 nur Verluste erwirtschaftet hat, ist diese Regelung für die Gewinnausschüttung irrelevant. Allerdings dürften davon Zinszahlungen aus den Gesellschafterkrediten betroffen sein.

Die Verbriefungsgesellschaft Immeo Residential Finance 2 plc refinanzierte den Ankauf der Forderungen aus dem Kreditvertrag des Bankenkonsortiums durch Ausgabe von Anleihen in Höhe der Kreditsumme von 1.414 Mio. € Die Schuldverschreibungen haben eine Laufzeit bis Dezember 2016 (dreijährige Tail period) und werden variabel verzinst. Das anfängliche Rating war ab Klasse B deutlich besser als bei der Erstverbriefung. Dies drückte sich in Form von günstigeren Zinskonditionen aus. Die variablen Zinsen und damit die Zinsbelastungen waren im Verlauf der Verbriefung erheblichen Schwankungen unterworfen.

Immeo Finance 2		Class A	Class B	Class C	Class D	Summe
2007 Betrag Mio. €		975,000	150,000	137,000	152,300	1.414,300
Zinsen % + Euribor		0,16	0,19	0,26	0,45	
Zins 01.07.2007	4,524	4,684	4,714	4,784	4,974	
Zinsbetrag jährlich Mio. €		45,669	7,071	6,554	7,575	66,869
Zins 01.07.2008	4,13	4,29	4,320	4,39	4,58	
Zinsbetrag jährlich Mio. €		41,828	6,480	6,014	6,975	61,297
Zins 01.07.2009	1,497	1,657	1,687	1,757	1,947	
Zinsbetrag jährlich Mio. €		16,156	2,531	2,407	2,965	24,059
Zins 01.07.2010	1,32	1,480	5,640	1,580	1,770	
Zinsbetrag jährlich Mio. €		14,430	8,460	2,165	2,696	27,750
Zins 01.07.2011	2,172	2,332	2,362	2,432	2,622	
Zinsbetrag jährlich Mio. €		22,737	3,543	3,332	3,993	33,605
LTV 3/2007 Prozent		49,7	56,8	63,4	70,6	
2007 Rating Fitch		AAA	AAA	AA	A	

Tabelle B-33: Rahmendaten zur Verbriefung Immeo Finance 2

Um den Schuldner – also Immeo – vor dem Zinsänderungsrisiko zu schützen, sind diverse Zinssicherungsvereinbarungen getroffen worden.¹³⁹

Bis auf wenige Ausnahmen sind alle Immobilien der in die Verbriefung einbezogenen bestandshaltenden Immeo-Gesellschaften¹⁴⁰ mit Hypotheken zugunsten des „Mortgage Security Trustee“ der Verbriefungsgesellschaft belastet. Mit der Rolle des „Hypotheken-Treuhänders“ wurde die Citygroup-Tochter „Citycorp Trustee Company Limited“ in London betraut. Weitere Sicherungselemente sind Sicherungsabtretungen über Mietforderungen¹⁴¹, Zusagen zur Übertragung von Gesellschaftsanteilen für den Fall eines Kreditausfalls (Default Event) und Zusicherungen und Abtretungen von Forderungen aus Versicherungen, Bankkonten und anderen Verträgen.

¹³⁹ Fünf verschiedene Zins-Swaps sichern feste Zinssätze für einen Betrag von 1 Mrd. € Die einzelnen Vereinbarungen beziehen sich auf Teilbeträge von 50 bis 375 Mio. € und haben eine Laufzeit zwischen 3 und 10 Jahren. Die vereinbarten fixen Zinssätze liegen zwischen 3,84 und 4,24 Prozent. Drei Zinsswaps über unterschiedliche Beträge und verschiedene Zeiträume sichern einen Zahlungsausgleich für Kosten zu, die im Falle einer Erhöhung der Zinssätze über vereinbarte Werte anfallen. Dafür müssen Prämien gezahlt werden. Mit Caps abgesicherte Zinsentwicklungen für insgesamt 225 Mio. € Außerdem wurden 300 Mio. € bis 2014 über einen Zinsscollar abgesichert. Hier erhält Immeo einen Ausgleich wenn der EURIBOR über 4,25 Prozent liegt oder muß einen Ausgleich zahlen, wenn er unter 3,55 Prozent fällt.

¹⁴⁰ Es handelt sich um Immobilien der Gesellschaften Immeo Wohnen GmbH, Immeo Grundvermögen GmbH, Immeo Grundstücks GmbH, Immeo Wohnbau GmbH, Immeo Wohnungsgesellschaft mbH Dümpten. Der besicherte Immobilienbesitz bestand am 15. März 2007 aus 39.180 Wohnungen, 153 Gewerbeeinheiten, 7.659 Garagen und Parkplätzen sowie 150 unbebauten Grundstücken.

¹⁴¹ Die oben genannten Objektgesellschaften garantieren durch Sicherungsabtretungen nach deutschem Recht die Verfügung über ihre bestehenden und zukünftigen Mietforderungen.

Im Falle eines „Default Event“ wird neben dem oben genannten „Mortgage Security Trustee“ (Citicorp) der „Security Agent“ tätig, um die Rückzahlung der Schulden zu erzwingen. „Security Agent“ ist Morgan Stanley Mortgage Servicing Limited, London.

Im Zuge der großen Restrukturierung gelang der FDL im Dezember 2010 eine erste Teil-Refinanzierung der verbrieften Immeo-Schulden. Die dazu erforderlichen Transaktionen waren auch mit Veränderungen der gesellschaftsrechtlichen Strukturen verbunden. Im Zuge der Transaktion wurde zum Jahreswechsel 2010 / 2011 die Restschuld der Immeo Residential 2-Verbriefung um knapp 237 Millionen Euro auf 1,01 Milliarden Euro gesenkt. Dadurch wurden Sicherheiten aus dem Lyndon-Portfolio frei. Diese wurden anschließend ins Gewo-Portfolio verschoben, wo sie als Sicherheit für einen neuen Kredit im Volumen von über 200 Millionen Euro dienten.

Im Dezember 2011 wurde ein weiterer Schritt zur Refinanzierung der Immeo-Verbriefung bekanntgegeben. Die Landesbank Baden-Württemberg und die Berlin-Hannoversche Hypothekbank AG (eine Tochter der Landesbank Berlin) finanzierten einen neuen Kredit über 387 Mio. € der mit knapp 10.000 Immobilien besichert ist. Die durchschnittlichen Zinsen betragen 4 Prozent bei einer Laufzeit von 9,5 Jahren. Durch diese Teil-Refinanzierung und vorzeitige Tilgungen konnte das noch zur Refinanzierung ausstehende Volumen zum Jahresende 2011 auf 537 Mio. € reduziert werden.

Am 14. März 2012 teilte FDL die Refinanzierung des verbliebenen Restes der 2013 fälligen Immeo Residential 2-Verbriefung mit. Zwei deutsche Banken finanzierten einen neuen Kredit im Volumen von 568 Millionen Euro, mit dessen Hilfe die verbliebene Restschuld abgetragen werden konnte. Der neue Kredit ist mit etwa 17.000 Wohnungen besichert.

IV.7 Bilanz- und Erfolgsdarstellung von Immeo / FDL

Aufgrund hoher Sondertilgungen und einer sprunghaften Steigerung der Zinskosten von 3,8 Millionen Euro im Jahr 2004 auf 55,7 Millionen erwirtschaftete die Immeo trotz der umfangreichen Verkäufe bereits in ihrem ersten Geschäftshalbjahr einen Jahresfehlbetrag nach Steuern in Höhe von 146,4 Millionen Euro. Die gestiegenen Zinskosten waren auf die Belastung des Unternehmens mit Übernahmeschulden zurückzuführen.

Das Eigenkapital der Immeo wurde gleich im ersten Jahr um 142 Millionen Euro dezimiert, also fast auf die Hälfte des Wertes vor dem Verkauf. Da zugleich die Immobilien nach dem Verkehrswert bewertet wurden und das bilanzielle Anlagevermögen aufgrund der Hebung der stillen Reserven durch den Verkauf entsprechend stieg, sank der Eigenkapitalanteil im gleichen Zeitraum von 57 Prozent auf nur noch 6,4 Prozent. Die mit den Finanzierern und Arranguren der Transaktion organisatorisch eng verbundenen Investoren haben also weniger aus der optimierten Bewirtschaftung der Immobilien Gewinn gezogen, als vielmehr aus der schnellen Entnahme von Gesellschaftsvermögen.

Der Verkaufsstrategie entsprechend nahm der Wohnungsbestand der Immeo Wohnen innerhalb der Halteperiode stark ab. Bereits vor dem finalen Exit von Morgan Stanley / Corpus sind innerhalb eines Jahres netto 16,6 Prozent des Wohnungsbestandes veräußert worden.

Eine solche Dynamik haben Finanzinvestoren bei keiner anderen größeren Übernahme von Wohnungsunternehmen in Deutschland entfaltet.

Doch trotz dieser umfänglichen Verkaufsaktivitäten schrieb die Immeo tiefrote Zahlen. Der Verlust vor Steuern betrug 2006 183 und 2007 138 Millionen Euro. Ursächlich dafür waren in erster Linie stark gestiegene Fremdkapitalkosten. Das außerordentliche Ergebnis des Geschäftsjahres 2005/06 beinhaltete außerplanmäßige Abschreibungen auf die Wertansätze für Immobilien.

Vor dem Weiterverkauf an die Franzosen war die Immeo völlig überschuldet. Die Eigenkapitalquote lag schon im Geschäftsjahr 2004/2005 nur noch bei 6,4 Prozent und das Zinsergebnis war mit 55 Millionen Euro negativ bei einem operativen Ergebnis von knapp 40 Millionen Euro. Im Geschäftsjahr 2005 / 2006 haben sich dann alle Kennzahlen so sehr verschlechtert, daß das Unternehmen mit dieser Kapitalausstattung nicht mehr lebensfähig war: Das negative Zinsergebnis war nun 2,5 Mal so hoch wie das operative Ergebnis und das Unternehmen hatte zum Bilanzstichtag 30.9.2006 noch 20 Millionen Euro Eigenkapital.

Die Gutachter haben insoweit auch keine Erklärung für den gezahlten Verkaufspreis. Bei dem Verkauf zum 1. Dezember 2006 sind allein über 300 Millionen Euro für den Ankauf des Eigenkapitals angesetzt worden. Das Unternehmen war mit der gegebenen Kapitalausstattung aber eigentlich wertlos. Allenfalls ein Investor, der unterstellt, daß sich die Mieteinnahmen innerhalb von 5 Jahren verdoppeln, hätte hier einen positiven Kaufpreis zahlen können. Auf dem Höhepunkt der weltweiten Immobilienblase waren allerdings unrealistische Miet- und Wertsteigerungserwartungen an der Tagesordnung und speziell für Deutschland wurde vielfach ein Nachholeffekt erwartet.

Eine Ergebniswende ist auch unter den neuen Eigentümern nicht geglückt. Zum Jahresende 2007 war bereits ein Verlustvortrag von über einer halben Milliarde Euro aufgelaufen. Bilanzuell führten die fortgesetzten Verluste schließlich zum kompletten Verzehr des von Thyssen-Krupp übernommenen Eigenkapitals in Höhe von 297 Millionen Euro.

Es ist offensichtlich, daß die Immeo schon lange vor dem Zweitverkauf dringend frisches Eigenkapital benötigt hätte. Ihre Kapitalausstattung wurde aber auch von den neuen Eigentümern zunächst nicht verbessert, weil dies dem Interesse der Gesellschafter entgegengestanden hätte, dem angeschlagenen Unternehmen weiter liquide Mittel zu entziehen.

Das Instrument dafür waren Gesellschafterdarlehen mit eigenkapitalersetzendem Charakter. Eigentlich hätte die Immeo dringend zusätzliches Eigenkapital von ihren Gesellschaftern benötigt, um damit einen Teil der drückenden Schuldenlast zu tilgen. Das hat sie aber nicht bekommen. Was sie bekam, waren immer neue hochverzinsliche Gesellschafterdarlehen.

Es ging mit schlichten Worten ausgedrückt darum, weiterhin möglichst viel Geld aus dem Unternehmen herauszusaugen. Daß die Eigenkapitalausstattung sich schließlich nur noch knapp über der Nulllinie bewegte, wurde dabei billigend in Kauf genommen. Ab dem Geschäftsjahr 2008 war das Eigenkapital sogar negativ.

Gegenmaßnahmen wurden erst im Geschäftsjahr 2010 ergriffen. Die Kapitalrücklage wurde um 829 Millionen Euro erhöht, so daß sich wieder ein positives Eigenkapital im Umfang von 628 Millionen Euro ergab.¹⁴²

Auf der Ebene der FDL (also unter Einschluß des französischen Portfolios) hat sich das Ergebnis wesentlich stetiger entwickelt.

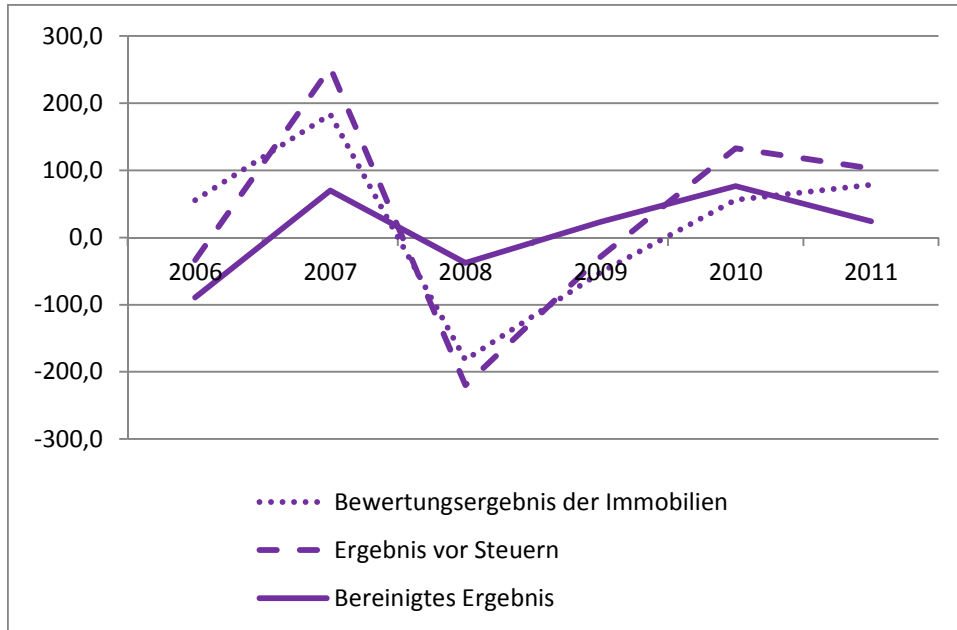


Abbildung B-32: Ergebnisentwicklung bei der FDL

Quelle: Geschäftsberichte 2005-2011

Beim Blick auf die Schlüsselkennzahlen fällt die im Vergleich mit den anderen Plattformen hohe Eigenkapitalquote der FDL ins Auge (2011: 38 Prozent). Die Kennzahlen zur Verschuldung sind etwas widersprüchlich. Während die FDL beim Zinsdeckungsgrad ICR mit einem Wert von 2,8 sehr gut dasteht, liegt sie im Hinblick auf den dynamischen Verschuldungsgrad etwa auf dem Niveau der Gagfah.

¹⁴² Der Anstieg der Eigenmittel resultiert im Wesentlichen aus den Zuführungen zur Kapitalrücklage im Zusammenhang mit dem Schuldbeitritt bzw. der Verpflichtung zur Leistung einer Einzahlung in die Kapitalrücklage durch die Gesellschafter (TEUR 706.151), einem Darlehensverzicht der Gesellschafter (TEUR 115.000) und einer weiteren Bareinzahlung (TEUR 8.000).

Jahr	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Eigenkapitalquote	31,3%	36,5%	32,7%	31,5%	34,0%	37,9%
Dynamischer Verschuldungsgrad ¹⁴³	137,8	21,7	17,1	16,7	19,2	18,6
Eigenkapitalrentabilität ¹⁴⁴	-8,83%	4,77%	-3,13%	1,98%	6,20%	1,80%
Gesamtkapitalrentabilität ¹⁴⁵	-0,17%	3,84%	1,66%	2,92%	4,31%	2,70%
Vervielfältiger ¹⁴⁶	15,9	17,0	15,5	15,3	15,1	14,9
ICR ¹⁴⁷	2,2	2,5	2,2	2,5	2,6	2,8

Tabelle B-34: Schlüsselkennzahlen der FDL

Quelle: Geschäftsberichte und eigene Berechnungen

Relativ schwach fallen die für die FDL ermittelten Rentabilitätskennziffern aus. Sie reicht in dieser Hinsicht nicht an die Konkurrenten Deutsche Annington und Gagfah heran. Die erzielten Renditeniveaus wären selbst für einen reinen Bestandshalter unbefriedigend.

Die Immeo ist nach Ansicht der Gutachter ein klassisches Beispiel für das Aussagen eines von Finanzinvestoren übernommenen Unternehmens. Morgan Stanley und Corpus haben hier gewissermaßen alle Exitregister gezogen. Der Exit wurde sehr schnell mittels Portfolioverkäufen und einer Zweitmarkttransaktion vollzogen. Schon die Ersterwerber haben das Instrument der eigenkapitalersetzenden Gesellschafterdarlehen benutzt, um Barmittel aus dem Unternehmen abzusaugen. Diesen Weg hat der Käufer FDL bis 2009 fortgesetzt. Das ändert aber nichts an der Tatsache, daß die FDL im Jahr 2006 ein völlig unterkapitalisiertes Portfolio erworben hat. Die Gutachter nehmen an, daß die Miet- und Wertsteigerungserwartungen der FDL nicht aufgegangen sind. Die wirtschaftliche Entwicklung auf der Ebene der FDL reflektiert insoweit die Realisation eines pessimistischen Szenarios. Die FDL ist aber wegen ihres dicken Eigenkapitalpolsters und der herausragenden Performance ihres französischen Wohnimmobilienbestandes aktuell vergleichsweise krisenfest aufgestellt.

IV.8 Strategien und Werthebel der Immeo

Die erste Phase der Transformation von Thyssen-Krupp zu Immeo folgte dem Modell eines schnellen Übernahme mit anschließender Verbriefung: Ein Private Equity Fonds erwirbt ein Wohnungsunternehmen, belastet das Unternehmen direkt mit den Schulden, die für den Erwerb aufgenommen wurden, zahlt sich den Eigenanteil am Kaufpreis zu Lasten der Substanz aus, verbrieft die Schulden und bereitet den Exit vor.

¹⁴³ Bilanzielles Fremdkapital / Cash flow.

¹⁴⁴ Bereinigtes Ergebnis / Bilanzielles Eigenkapital.

¹⁴⁵ (Bereinigtes Ergebnis + Zinszahlungen) / Bilanzsumme.

¹⁴⁶ Wert der Investment Properties / Nettokaltmiete.

¹⁴⁷ Interest Cover Ratio (ICR): Der Zinsdeckungsgrad ist das Verhältnis die Nettomieterlöse (Net Cold Rent NCR) zu den laufenden Zinszahlungen.

Bemerkenswert an der ersten Immeo-Transaktion ist vor allem das hohe Abwicklungstempo: Die Vorbereitung des Teilexits und der Verbriefung haben bereits unmittelbar nach der Übernahme begonnen und nach nicht einmal zwei Jahren war der vollständige Exit vollzogen. Bemerkenswert ist weiterhin die zentrale Funktion der Investmentbank Morgan Stanley. Sie war in allen Phasen des Geschäfts aktiv: Auflage der Fonds, Due Diligence und Abwicklung der Transaktion, Bereitstellung eines Teils der Akquisitionskredite, Beteiligung am Arrangement der Verbriefung, Finanzierung des Exits, etc. Bei einer derartigen Rollenvielfalt sind Interessenkonflikte allerdings kaum zu vermeiden.

Verglichen mit dem kurzzeitigen Engagement vom Morgan Stanley und Corpus waren für den Einstieg der französischen Investoren ein längerer Zeithorizont und eine andere Strategie maßgeblich.

IV.8.1 Mieterhöhungen und Leerstand

Nach eigener Auskunft werden auch bei der Immeo „grundsätzlich alle zulässigen Spielräume bei der Durchführung von Mietererhöhungen“ genutzt. Der Verbriefungsprospekt spricht von einem aktiven Mieterhöhungsmanagement unter Ausnutzung auslaufender Sozialbindungen und zielgerichteter Modernisierungen. Auch die Instandsetzungen und Modernisierungen wurden auf das Ziel der Rendite- und Cash flow-Steigerung hin ausgerichtet. Hier geht es vor allem um die Verbesserung der Wiedervermietungsaussichten und die Steigerung der Mieten bei Mieterwechseln. An weniger attraktiven Standorten (z.B. in Essen) wurde beobachtet, daß Reparaturen zum Teil nur verzögert in Angriff genommen wurden.

Die Hoffnungen der FDL auf hohe Mietensteigerungen in Deutschland haben sich aber nicht erfüllt. Ein wesentlicher Grund für die verhaltene Mietentwicklung liegt darin, daß an den meisten Standorten der Wohngebäude in dem betreffenden Zeitraum kaum Anhebungen der ortüblichen Vergleichsmiete verzeichnet wurden. Außerdem hat die preisrechtliche Kapazitätsgrenze bei ehemaligen Sozialwohnungen in vielen Fällen ein rasches Aufholen auf das Vergleichsmietenniveau verhindert. Schließlich waren erhöhte Neuvermietungsmieten angesichts der Leerstände und der teilweise unterdurchschnittlichen Wohnungsqualitäten an den Standorten in Arbeiterquartieren von Ruhrgebietsstädten kaum durchsetzbar.

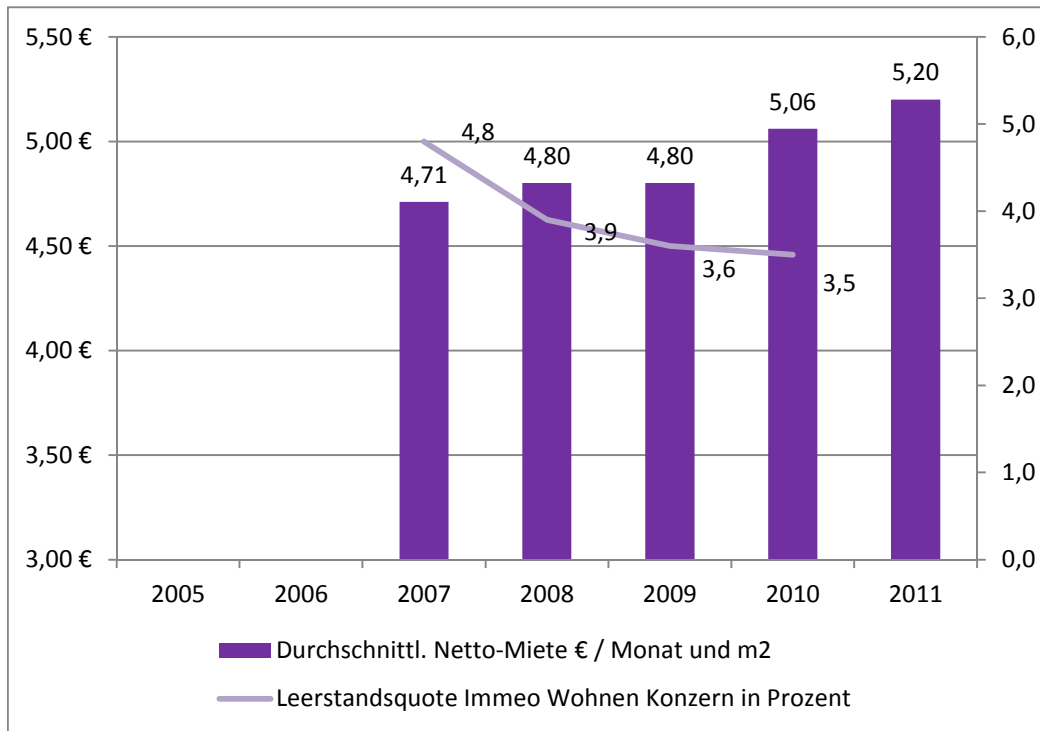


Abbildung B-33: Entwicklung der Leerstandsquote und der durchschnittlichen Nettokaltmiete bei FDL / Immeo (Mieten: FDL Deutschland, Leerstand: Immeo Wohnen)

Quellen: Geschäftsberichte

Die Leerstandsquote sank nach FDL-Angaben im deutschen Bestand von 2,7 Prozent (2007) um etwa ein Drittel auf 1,7 Prozent. Diese Angaben werden dadurch relativiert, daß es sich hier um den vermietungsrelevanten Leerstand handelt. Rechnet man die Leerstände aufgrund von Umbaumaßnahmen, Verkaufsvorgängen usw. wieder hinzu, so kommt man für die Geschäftsjahre 2008 und 2009 auf Quoten von 3,8 respektive 4,4 Prozent.

IV.8.2 Verkaufsaktivitäten

Der Verkauf von Wohnungssubstanz war von Anfang an eine der Säulen des Geschäftsmodells. Laut Börsenprospekt der ersten Verbriefung bestand der „Business Plan“ der Immeo-Investoren im Sommer/Herbst 2005 darin, noch vor Ablauf der Verbriefung – also bis 2010 – 60 Prozent des Portfolios zu veräußern. Geplant war also eine regelrechte Zerfledderung des Unternehmens.

Bereits im September 2005 wurden die Immeo Wohnungsbau GmbH, die Immeo Wohnungsgesellschaft Remscheid GmbH, die Immeo Wohnungsgesellschaft Reisholz mbH und die Immeo Wohnungsgesellschaft Dümpten mbH verkauft.

Die Ziele für die Mieterprivatisierung im angepeilten Umfang von 16 Prozent des Gesamtportfolios wurden selbst in den Anfangsjahren erheblich verfehlt. Bis 2007 wurden lediglich

480 Wohnungen im Wege der Einzelprivatisierung veräußert.¹⁴⁸ Auf diesem Gebiet war die Deutsche Annington wesentlich erfolgreicher. In Essen und in der Mülheimer Siedlung „Heimaterde“ führten die Privatisierungsvorhaben zu Protesten der Mieter, die gegen Verdrängungskündigungen der Neuerwerber nicht besonders geschützt waren.

IV.8.3 Geschäftsprozeßneugestaltung

Die Optimierung der internen Geschäftsabläufe wurde als ein wesentlicher Werthebel angesehen. „Sämtliche Geschäftsprozesse waren Gegenstand von Prüfungen auf Effektivitäts- und Effizienzpotentiale“, heißt es dazu in der von der Immeo selbst veröffentlichten Darstellung der Unternehmensentwicklung. Dabei setzte man von Anfang an auf die aktive Mitwirkung der Belegschaft. Ein von den Mitarbeitern selbst getragenes Projekt namens „Optimimeo“ mit 36 Einzelprojekten und einem Einsparvolumen von etwa 4 Millionen Euro wurde implementiert. Dabei verringerte sich das Personal von rund 350 auf etwa 300 Mitarbeiter. Im Vergleich mit dem radikalen Personalabbau bei der Deutschen Annington war das für die Eigentümer aber nur ein bescheidener Erfolg. Bei der Immeo sind größere Konflikte mit dem Personal bislang ausgeblieben. Die Belegschaft kam bis heute in den Genuß einer vergleichsweise hohen Arbeitsplatzsicherheit. Verglichen mit der Deutschen Annington hat die Immeo auf dem Gebiet der Geschäftsprozeßneugestaltung wesentlich weniger Aktivitäten entfaltet.

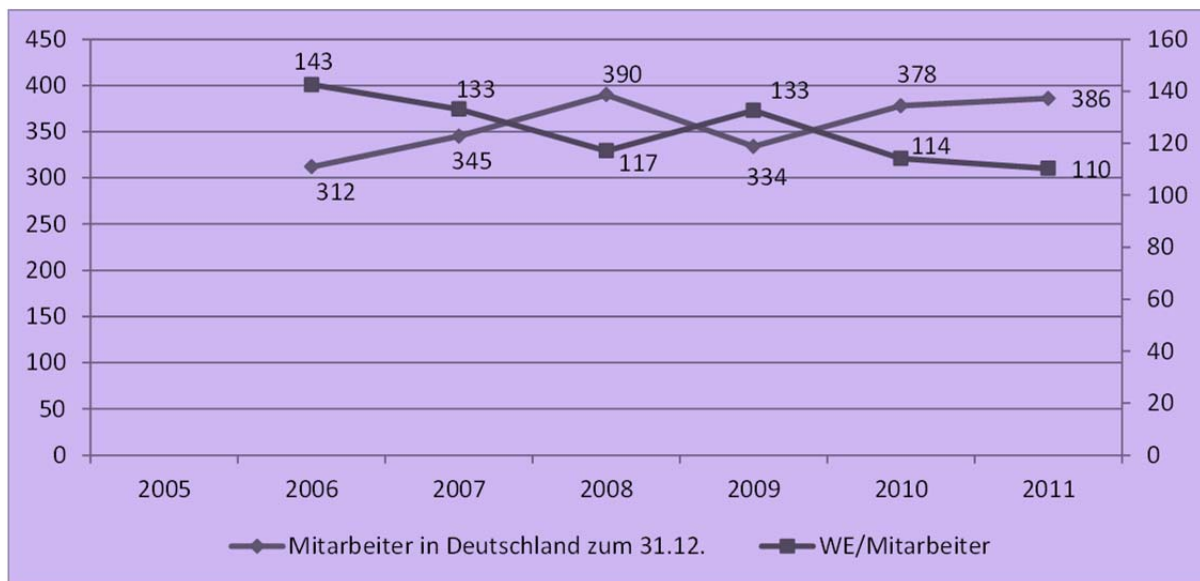


Abbildung B-34: Entwicklung des Personalbestandes bei FDL Deutschland 2006-2011, Mitarbeiter zum 31.12. und Wohneinheiten je Mitarbeiter (rechte Skala)

Quellen: Geschäftsberichte

¹⁴⁸ Kaiser 2008.

IV.9 Der Exit von Morgan Stanley / Corpus

Die Transaktion von Morgan Stanley / Corpus zeichnet sich durch zwei Besonderheiten aus. Zum einen war eine Investmentbank mit großer Rollenvielfalt beteiligt und zum anderen erfolgte die Verwertung gleichsam im Zeitraffer mit einem „Blitz-Exit“ als Schlußpunkt. Damit haben diese Investoren unter den betrachteten Finanzinvestoren den höchsten Grad an Professionalität an den Tag gelegt.

IV.9.1 Vorgezogene Teilexits

Mit Wirkung zum 1. Oktober 2005 übernahm die französische Foncière des Régions die drei Objekt-Gesellschaften Immeo Wohnungsbau GmbH (vormals Krupp Stahl Wohnungsbau GmbH), Immeo Wohnungsgesellschaft GmbH Reisholz (vormals Thyssen Wohnungsgesellschaft Reisholz mbH) und Immeo Wohnungsgesellschaft GmbH Remscheid (vormals Thyssen Wohnungsgesellschaft Remscheid mbH) mit zusammen 5.486 Wohnungen für einen Kaufpreis von 269 Millionen Euro.¹⁴⁹

Der Teilexit der FdR aus dieser intern als „Kennedy Portfolio“ bezeichneten Beteiligung erfolgte bereits im Mai 2006 durch den Verkauf von Anteilen an französische institutionelle Investoren.¹⁵⁰ FdR betonte gegenüber den Anlegern die Mietsteigerungspotentiale in „kleinen Komplexen“ innerhalb des „Düsseldorfer Beckens“. Die Wohnungsverwaltung erfolgte weiterhin durch die Immeo Wohnen Service GmbH. Diese Transaktion hatte nach Einschätzung der Gutachter eine Türöffnerfunktion für den nachfolgend zwischen den beiden Partnern Morgan Stanley / Corpus und FdR / FDL vereinbarten Gesamtextit.

Ebenfalls im Jahr 2005 wurde die Veräußerung von 1.782 Wohnungen an zwei von der niederländischen IBUS Company aufgelegte Immobilienfonds vorbereitet, Duits Woningfonds I und II.¹⁵¹ Die Wohnungsverwaltung der von IBUS erworbenen ehemaligen Immeo-Wohnungen erfolgt bis heute durch die Immeo Wohnen Service GmbH.

Die Beibehaltung der Verwaltungsfunktion für die verkauften Immobilien ermöglichte eine eigenständige Positionierung von „Immeo Wohnen“ als Verwalter und Asset-Manager. Dieses Modell der Trennung von Eigentum und Immobilienmanagement erscheint ausbaufähig

¹⁴⁹ Immeo Wohnen GmbH, Konzernabschluß 30.9.2006. Für die Transaktion gründete die FdR eine „FdR Holding GmbH“, die die Gesellschafteranteile an den drei GmbHs übernahm (FdR Geschäftsbericht 2005). Diese selbst wurden auf drei neu gegründete Kommanditgesellschaften mit den Namen „FdR Wohnungsbau GmbH & Co. KG“, „FdR Reisholz GmbH & Co. KG“ und „FdR Remscheid GmbH & Co. KG“ verschmolzen. Diese drei Gesellschaften werden seitdem bei FdR und FDL „Kennedy Portfolio“ genannt.

¹⁵⁰ Predica (das ist die Lebensversicherungsgruppe von Crédit Agricole) und die Banque Populaire Lorraine Champagne (BPLC) übernahmen von FdR einen Teil der Kredite und der Geschäftsanteile. Die FdR selbst hielt danach nur noch 60 Prozent der Anteile am Kennedy Portfolio.

¹⁵¹ Daten von IBUS-Webseite, www.ibus.nl. Bei der IBUS Company handelt es sich um einen international agierenden Immobilienfonds- und Asset-Manager. Von geschlossenen Immobilienfonds nach holländischem Recht werden in Deutschland ca. 3.000 Wohnungen gehalten. Die Ibus Company spielt dabei die Rolle eines Fondsinitiators und -managers. Die Immobilienfonds in der Rechtsform einer kleinen niederländischen Kapitalgesellschaft („B.V.“) halten als Kommanditist die große Mehrheit der Anteile an den Wohnimmobilien-Objektgesellschaften in Deutschland. Die Rolle des Komplementärs spielt jeweils eine weitere kleine „Asset Management“- Kapitalgesellschaft.

und ermöglicht insbesondere auch den Marktzutritt von branchenfremden Investoren ohne eigenständige Immobilienverwaltungskompetenz.

IV.9.2 Verkauf an den französischen REIT FDL

Während bei Immeo noch die erste Verbriefung unter Dach und Fach gebracht wurde, schuf jenseits des Rheins, in Lothringen, die Foncière des Régions S.A., also das Unternehmen, das bereits als Aufkäufer von Immeo-Wohnungen in Erscheinung getreten war, ein Investitionsvehikel, das innerhalb eines Jahres die gesamte Immeo-Gruppe übernehmen sollte: die Aktiengesellschaft Foncière Développement Logements (FDL).

Als Grund für die Wahrnehmung von Geschäftschancen in Deutschland sah FDL die große Stabilität des deutschen Wohnungsmarktes. Den französischen Investoren müssen die Verhältnisse an den westdeutschen Wohnungsmärkten Mitte des letzten Jahrzehnts verlockend erschienen sein. Das gilt im Hinblick auf die (verhaltene) Preis- und Mietenentwicklung¹⁵² ebenso wie für die relative soziale Stabilität in Deutschland. Die FDL rechnete zu dieser Zeit mit einer Korrektur oder doch zumindest einer Abschwächung der Hauspreise und Mieten an ihrem Heimatmarkt.

Die aus dem ehemaligen Lothringer Industriegebiet stammenden Gründer von FDL kannten das Geschäft der Privatisierung von Werkwohnungsbeständen von ihrem Heimatmarkt sehr gut und fühlten sich daher zum Einstieg berufen. Die Immeo mit ihrem räumlichen Schwerpunkt im rheinischen Teil des Industriegebietes schien wie geschaffen für den Einstieg der im Immobilien-Outsourcing erfahrenen Manager aus Frankreich.

Am 1. Dezember 2006 erfolgte der Eigentumsübergang der Anteile an der Immeo Wohnen GmbH mit nunmehr 39.400 Wohnungen von den vier bisherigen Holding-Töchtern an zwei neue Akquisitionsgesellschaften der FdR / FDL: die FDR Elfte AG und die FDR Zwölfte GmbH.¹⁵³ Diese wurden mit den Schulden der Akquisitionsfinanzierung belastet.

¹⁵² Die französischen Marktmieten für Wohnungen hatten sich von 8,80 €/m² im Jahr 1997 auf 12,27 €/m² im Jahr 2006 erhöht. Die Wohnungspreise in Frankreich waren im gleichen Zeitraum noch stärker von 1.250 €/m² im Jahr 1998 auf 3.057 €/m² im Jahr 2006 gestiegen. Die Werte für Paris lagen 2006 mit 16,60 €/m² Miete und 6.233 €/m² noch weit darüber. Vor diesem Hintergrund mußten die Immeo-Mieten von 4,67 €/m² und Buchwerte von 803 €/m² als verlockend erscheinen, um Wertzuwächse zu realisieren.

¹⁵³ Börsenprospekt „Immeo Residential Finance No. 2 plc“ (June 2007).

<i>Kosten</i>	<i>Mio €</i>	<i>Finanzierung</i>	<i>Mio €</i>
Kaufpreis Kapitalbeteiligung	304,145	Eigenkapital und Gesellschafterkredit	608,356
Kaufpreis Gesellschafterkredit	200,213		
Zurückzahlung des Senior Loan (Verbriefung)	1.487,406	Akquisitionskredit	1.438,000
Kredite aus öffentlicher Förderung	66,460	Kredite aus öffentlicher Förderung	66,459
Summe Transaktionswert ohne Erwerbskosten	2.058,2	Gesamtfinanzierung	2.112,815
Akquisitionskosten	10,6	% Anteil Eigenkapital und Mezzanine	28,8
Gesamtkapitalisierung	2.068,8		

Tabelle B-35: Transaktionsbilanz zum Verkauf der Immeo an FdR zum Stichtag 2.11.2006

Die Transaktion hatte insgesamt ein Volumen von 2.104 Millionen Euro.¹⁵⁴ Dieses setzte sich zusammen aus 304,1 Millionen Euro für den Aufkauf des Eigenkapitals, 200,2 Millionen Euro für die Ablösung des Gesellschafterkredites, 1.487,7 Millionen Euro für die Ablösung der verbrieften „Senior Loans“ und 66,5 Millionen Euro für öffentliche Kredite und Transaktionskosten. Insgesamt war das fast so viel wie bei der Ersttransaktion, nur daß das Portfolio jetzt um über 8.000 Wohnungen kleiner war und die Gesellschaft fast ihr gesamtes Eigenkapital verloren hatte. Die Finanzierung der Transaktion erfolgte

1. durch einen neuen Kredit von BNP Paribas, Citibank International plc, Morgan Stanley und Société Générale in Höhe von 1.438 Millionen Euro. Dieser Kredit löste den bisherigen verbrieften „Term Loan“¹⁵⁵ ab und er hatte eine Laufzeit bis zum 1. Dezember 2013.
2. durch Eigenkapital und Gesellschafterkredite der FDL in Höhe von 621 Millionen Euro. Dazu trugen die Morgan Stanley Real Estate Fonds 130 Millionen Euro bei.¹⁵⁶ 30 Millionen Euro stammen aus einem Kredit von FDL an FDR ZWÖLFTE GmbH. Dieser Kredit hatte eine Laufzeit von 10 Jahren und eine Verzinsung von 10 Prozent.
3. durch Übernahme der Sozialwohnungskredite und weiterer kleiner Verbindlichkeiten.

IV.9.3 Motivation und Rahmenbedingungen für die Übernahme von Immeo durch FDL

Wie in Deutschland, so waren auch in Frankreich im Zuge der Krise und des Rückzugs der Montan- und der Textilindustrie seit den 80er Jahren die Immobilien dieser Unternehmen in

¹⁵⁴ Nach „Immeo Residential Finance No. 2 plc“. Dem FDL 2006 Reference Document zufolge lagen die Kosten höher.

¹⁵⁵ In den Kreditverträgen der Erstverbriefung war im Falle eines Unternehmensverkaufs eine Ablösung vorgesehen.

¹⁵⁶ Foncière Développement Logements, 2006 Reference Document, S. 56.

das Fadenkreuz der Investoren geraten. Darunter waren auch ehemalige Werks- und Sozialwohnungen. Ganz wie in Deutschland kam um die Jahrtausendwende in Frankreich ein Schub an Immobilienprivatisierungen aus Staatsbetrieben hinzu. Auch darunter befanden sich Wohnimmobilien, auch wenn die Transaktionen bei weitem nicht die Größenordnung wie später in Deutschland erreichen sollten.

Anders als in Deutschland kam es in Frankreich nach der Jahrtausendwende auf den Wohnungsmärkten der urbanisierten Gebiete flächendeckend zu einem spürbaren Nachfrageüberhang mit empfindlichen Miet- und Hauspreissteigerungen, dies besonders akzentuiert im Raum Paris und anderen Ballungsräumen. Unter diesen Bedingungen wurde die Verwertung von ehemaligen Staatswohnungen zu einem attraktiven Geschäft. Es kam zur Herausbildung großer Immobilienkonzerne und zu verstärkten Investitionen international tätiger Finanzinvestoren in den Immobilienbestand.

Vor diesem Hintergrund war im Umfeld der FdR Mitte des Jahrzehnts die Geschäftsidee entstanden, eine REIT-Gesellschaft zu schaffen, die sich auf das grenzübergreifende Management von Wohnimmobilien spezialisieren sollte. Dafür sprachen auf der Anleger-Seite Bedürfnisse französischer Versicherungen und Banken nach einer diversifizierten Anlagestrategie, in der die einzelnen Immobilienanlageklassen wegen unterschiedlicher Managementanforderungen und Risikoprofile funktional getrennt sein sollten. Die FDR nutzte seit dem Jahr 2003 systematisch die Potentiale, die sich aus der Zulassung der französischen REITs ergeben hatten.¹⁵⁷

Schon aus dieser Entwicklungslogik heraus war es naheliegend, auch für die im Zuge der Transaktionen französischer Staatsfirmen von FdR erworbenen Wohnimmobilien einen spezialisierten REIT zu schaffen. Dieses Bedürfnis traf sich mit dem anderer institutioneller Anleger nach Bündelung ihrer kleineren Immobilienbestände in einem Joint Venture mit FdR. Zu diesen Anlegern gehörte auch Morgan Stanley. Die Bank kooperierte seit Jahren mit FdR. Was lag also näher, als die deutschen Wohnimmobilienanlagen von Morgan Stanley einzubringen.

Hinzu kam, daß Corpus und Morgan Stanley die Potentiale des Immeo-Bestandes im Hinblick auf Einzelprivatisierungen und Blockverkäufe stark überschätzt hatten und bereits nach dem ersten Jahr der Übernahme ihre Strategie korrigieren mußten. Den möglicherweise erwogenen Exit über deutsche REITs hatte der deutsche Gesetzgeber jedoch verbaut, so daß sich der Umweg über Frankreich anbot.

Die französischen Anleger und Finanzinvestoren konnten in der Übernahme des Immeo-Konzerns eine Gelegenheit erkennen, ihre bisherige Geschäftsstrategie zu internationalisieren. Auf dem benachbarten großen deutschen Wohnimmobilienmarkt bot sich scheinbar eine verlockende Einstiegsgelegenheit.¹⁵⁸ Die bei Immeo und Morgan Stanley bereits bestehenden

¹⁵⁷ Zu den in diesem Zusammenhang gegründeten Gesellschaften gehörten neben Büro-Immobilien-REITs auch Firmen für Parkhäuser, Krankenhäuser, Altenheime und Logistik-Immobilien.

¹⁵⁸ FDL Geschäftsbericht 2006.

Erfahrungen mit der Organisation und Refinanzierung von Transaktionen haben die Umsetzung erleichtert.

Bis zum Exit war die Strategie auf einen hohen Mittelzufluß aus dem schnellen Umschlag der Immobilien und ein intensives Financial Engineering zugunsten der Investoren ausgerichtet. Mit dem Eigentumsübergang auf FDL war für die Immeo ein grundsätzlicher Wechsel der strategischen Ziele hin zu einer stärkeren Orientierung auf das Halten und Bewirtschaften der Immobilien verbunden. Die Verkäufe aus dem Bestand sollten auf 2 bis 3 Prozent im Jahr reduziert werden. Der Fremdkapitalanteil sollte nicht mehr als 60 Prozent betragen. Und mittelfristig sollte die Immeo eine Eigenkapitalrendite von 5 Prozent erzielen.¹⁵⁹ Wie sich zeigen sollte, wurden diese Ziele größtenteils weit verfehlt.

IV.9.4 Bilanz der Transaktion

Das Konzernergebnis der Immeo Wohnen GmbH weist für die beiden Geschäftsjahre 2004/05 und 2005/06 Fehlbeträge von 146 Mio. bzw. 132 Millionen Euro aus, was nahezu dem Verlust des gesamten Eigenkapitals der übernommenen Gesellschaft entspricht. Aber damit ist noch keineswegs gesagt, daß dieses Geschäft auch für die Investoren ein Mißerfolg war.

Wollen wir den wirtschaftlichen Erfolg der Transaktionskette von ThyssenKrupp zu FDL für die Investorengruppe Morgan Stanley / Corpus einschätzen, dürfen wir nicht allein auf das Konzernergebnis der Immeo GmbH schauen. Für das von außen kaum zu entwirrende Konglomerat aus Banken und Fonds ergeben sich diverse Renditequellen:

- Gebühren für das Management der Private-Equity-Fonds und der komplexen Immobilien-Transaktionen
- Zinserträge auf die Gesellschafterkredite
- Zinserträge für die Akquisitionskredite: Der Akquisitionskredit wurde von Morgan Stanley Bank International zusammen mit der Citibank gewährt. Morgan Stanley konnte also von der Equity- über die Mezzanine- bis zur Senior Loan-Tranche die gesamte Finanzierung mitgestalten und Zinsen vereinnahmen.
- Gebühren, Provisionen und andere Kosten der Verbriefung: Morgan Stanley war mit folgenden Funktionen an der komplexen Verbriefungstransaktion beteiligt: Agent¹⁶⁰, Hedging Garantator¹⁶¹, Servicer / Special Servicer¹⁶².
- Veräußerungsgewinn beim Exit

Die Transaktion hat für das übernommene Unternehmen dramatische Konsequenzen gehabt. Das unter ThyssenKrupp noch üppige Eigenkapital wurde völlig aufgezehrt. Erstaunlich ist,

¹⁵⁹ Immeo Geschäftsbericht 2005-2006, Prognosebericht.

¹⁶⁰ Morgan Stanley Mortgage Servicing Limited agierte als Vertreter der Verbriefung gegenüber den ursprünglichen Gläubigern, darunter die Morgan Stanley Bank und die Morgan Stanley-Fonds.

¹⁶¹ Morgan Stanley Capital Services Inc.

¹⁶² Morgan Stanley Mortgage Servicing Limited erbringt diverse Dienstleistungen für die Verbriefung.

daß diese Entwicklung bei der Immeo nicht von größeren Personalabbaumaßnahmen begleitet wurde. Der Kapitalentzug erfolgte fast lautlos. Dies war unseres Erachtens nur in der spezifischen Konstellation möglich, wo die Eigentümerfonds von der gleichen Bank kontrolliert wurden, die auch die Fremdfinanzierung bereitgestellt hatte. Der Exit an den Morgan Stanley-Partner FDL erfolgte kurz bevor das Eigenkapital gänzlich aufgezehrt war.

IV.10 Quo vadis Immeo?

Der Fall der Immeo kann als klassisches Beispiel für das Aussaugen eines von Finanzinvestoren übernommenen Wohnungsunternehmens angesehen werden. Morgan Stanley und Corpus haben wie im Lehrbuch alle verfügbaren Exitregister gezogen, unter anderem eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen, Portfolioverkäufe und Zweitmarkttransaktionen.

Die französische FDL hat 2006 das aufgrund der Aktionen der Ersterwerber unterkapitalisierte Portfolio erworben und bis 2009 nicht gegengesteuert. Die Stabilisierung der Beteiligung war für die FDL kostspielig und auch in der Endabrechnung könnten sich für den französischen REIT Verluste ergeben. Es dürfte sich wie in vielen anderen Fällen um einen fehlgeschlagenen Discount deal handeln, bei dem die Miet- und Wertsteigerungserwartungen nicht aufgegangen sind.

Durch Kapitalaufstockungen, Verkäufe und Umschuldungen ist es der FDL in den letzten zwei Jahren gelungen, aus den roten Zahlen heraus zu kommen. Zugleich wurde das Kunststück vollbracht, die 2,1 Milliarden Euro aus der im Jahre 2013 fälligen Immeo-Verbriefung durch mehrere Teilrestrukturierungen abzulösen und die Restschulden auf mehrere Bankkredite zu verteilen. Die scheinbar erreichte Refinanzierung der Immeo Residential 2-Verbriefung hat gezeigt, daß es möglich ist, auch einen solchen Großkredit abzulösen, wenn man ihn rechtzeitig in handhabbare Portionen zerlegt. Hier hat die FDL schneller und flexibler agiert als die DAIG. Die FDL hat im Bunde mit den Banken ihre größte Tochter vor dem Default event bewahrt und kann nun ihre grenzüberschreitende Anlagestrategie fortsetzen.

Die Operationen in Deutschland haben allerdings nach Ansicht der Gutachter einige Schwachstellen. So kann die Strategie der auf die Modernisierung ausgewählter Standorte fokussierten Bestandsinvestitionen dazu führen, daß die breite Masse der Wohnungen allmählich verfällt. Verkäufe fanden zuletzt eher im oberen Qualitätssegment der Immeo statt. Es erscheint zweifelhaft, ob ein lukrativer Exit aus dem Rest-Portfolio mit seinen Schwerpunkten im Duisburger Norden und anderen Arbeitervierteln gelingen kann. Die Immeo könnte schließlich auf einem Portfolio mit vielen zweit- und drittklassigen Immobilien sitzen bleiben.¹⁶³

¹⁶³ Diese Fallstudie wurde unter anderem durch das Projekt „Große Wohnungsunternehmen“ von DMB und Mieterforum Ruhr unterstützt. Für die in dieser Fallstudie vorgenommenen Wertungen ist jedoch die Projektleitung verantwortlich.

B.V Babcock & Brown

Babcock & Brown (B&B) ist eine ehemalige börsennotierte australische Investmentgesellschaft, die infolge der internationalen Finanzkrise ab 2009 liquidiert wurde. In Deutschland wurden verschiedene Wohnungsportfolien von Babcock & Brown-Firmen erworben. Im Jahr 2005 hat B&B seine deutschen Portfolien in das noch aktive Joint Venture BGP Investment eingebracht. Als Venture-Partner stieg der australische Immobilienkonzern GPT mit ein.

Babcock & Brown wurde 1977 durch James Babcock und George Brown in San Francisco gegründet. James Babcock verlegte den Sitz der Firma später nach Sydney. Seit der Jahrtausendwende hat sich Babcock & Brown von einem Finanzberater zu einer international tätigen Investmentgesellschaft entwickelt. Die Hypovereinsbank war seit dem Jahr 2000 mit 20 Prozent an der Gesellschaft beteiligt. Die Aktivitätsschwerpunkte lagen im Leasinggeschäft, der Infrastrukturfinanzierung (Sale and Lease back, Public Private Partnership), dem Transportwesen (Bahnen) und dem Immobiliensektor.

Zwischen 2003 und 2007 brachten die von B&B und GPT verwalteten Fonds in mehreren Transaktionen größere Mietwohnungsbestände in Deutschland unter ihre Kontrolle. Zeitweise besaßen diese australischen Investoren über 40.000 Wohnungen in Deutschland. Dabei handelte es sich vor allem um ehemalige Werkwohnungen im norddeutschen Raum und Wohnungsportfolien aus Wiederverkäufen anderer Privatinvestoren. Diese Wohnungen eigneten sich allerdings kaum für Einzelprivatisierungen. Zu den Beständen von B&B gehörten auch Immobilien in benachteiligten Wohngebieten. Ein Teil der erstandenen Pakete wurde schnell weiterverkauft.

Für die Wohnungsverwaltung (Property Management) bedienten sich die Eigentümer unterschiedlicher Verwaltungsfirmen, zuletzt der Krüger Immobilien GmbH. Krüger Immobilien gehörte zur Barg Gruppe, die wiederum von Babcock & Brown kontrolliert wurde. Der Verwalter Krüger diente bei den Auseinandersetzungen mit den Mietern und gegenüber der Öffentlichkeit als Puffer. Bereits kurz nach dem Kauf der Bestände war es an verschiedenen Standorten zu Mieterprotesten wegen vernachlässigter Instandhaltung und unklarer Betriebskostenabrechnungen gekommen.

Im März 2009 wurde die seit längerem in Schwierigkeiten steckende Babcock & Brown Ltd. in Australien insolvent, nachdem Rettungspläne gescheitert waren. Auch die Entwicklung der Wohnungsobjektgesellschaften in Deutschland war enttäuschend verlaufen.

V.1 Gesellschaftsrechtliche Struktur

Nach der Gründung des Joint Ventures BGP Investment zwischen Babcock & Brown Pty International Limited und dem australischen Finanzinvestor GPT Group Mitte 2005 wurden die Anlagen in deutsche Mietwohnungsbestände größtenteils über dieses Vehikel getätigt. Das in Luxemburg residierende Joint venture diente der Steuerung der verschiedenen Beteiligungen an deutschen Wohnimmobilien. Von der BGP Investment beherrschte Objektgesellschaften

mit Bezeichnungen wie „Babcock & Brown, Residential Property 4. S.à.r.l. & Co. KG“¹⁶⁴ (Münster-Kinderhaus) firmierten als juristische Eigentümer der Wohnungsbestände. Über die BGP wurden im Jahr 2009 29.000 Wohnungen in Deutschland kontrolliert.¹⁶⁵ Dazu gehörten unter anderem die Wohnungen in Münster-Kinderhaus. Die Holding BGP Investment hat als Tochter der Maltesischen Abwicklungsgesellschaft BGP Holdings PLC nach einer Restrukturierung als unabhängiges Unternehmen auch die Liquidation von Babcock & Brown und den europäischen Exit von GPT im Jahr 2009 überlebt.

Im Jahr 2011 bestanden mindestens 12 von der BGP Investment kontrollierte Immobilien-Objektgesellschaften in Form von GmbHs und S.à.r.l. & Co. KGs, deren Gesellschafter in der Regel BGP-Töchter nach luxemburgischen Recht sind.¹⁶⁶ Die Objektgesellschaften wiesen größtenteils sehr niedrige Eigenkapitalquoten auf oder sie waren bereits bilanziell überschuldet. Bei den meisten BGP-Objektgesellschaften sind erstrangige Grundschulden zugunsten der Zweckgesellschaft Quokka Finance plc. eingetragen.¹⁶⁷ Außerdem waren bei mehreren Gesellschaften die Bankkonten verpfändet und Verkaufs- und Mieterlöse abgetreten. Das Property Management für die meisten Objektgesellschaften wird von der Hermes Hausverwaltung AG wahrgenommen.

V.1.1 Exit von B&B / GPT und Restrukturierung der BGP

Mitte 2008 sah sich Babcock & Brown wegen der direkten Auswirkungen der globalen Kreditkrise mit wachsenden Liquiditätsproblemen in Australien konfrontiert. Mehrere Monate lang verhandelte Babcock & Brown mit seinem Bankenkonsortium. Schließlich zwang ein Votum von nachrangigen Fremdkapitalgebern Babcock & Brown Ltd im Januar 2009 in die Liquidation und die Börsennotierung der Firma an der Australian Stock Exchange wurde eingestellt. Einige operative Gesellschaften und Holdings sind aber weiterhin in einer kontrollierten Wind down-Umgebung in enger Zusammenarbeit mit dem Liquidator der Muttergesellschaft und einem Ausschuß der wichtigsten Gläubiger aktiv.

Babcock & Brown blieb zunächst 50-prozentiger Gesellschafter der BGP, wenn der Anteil auch keinen wirtschaftlichen Wert mehr hatte, weil er den Ansprüchen aus den GPT-Vorzugsaktien nachgeordnet war. Babcock & Brown hat seine Put-Option, diese Aktien unter

¹⁶⁴ Dabei handelt es sich um eine hybride Rechtsform mit einer S.à.r.l. als Komplementär.

¹⁶⁵ GPT Exits European Component of Babcock & Brown Joint Venture, 31 July 2009
http://www.gpt.com.au/contentdocs/Miscellaneous/ASX-Announcement_InSpecieDividend_july09.pdf

¹⁶⁶ General Partner der Objektgesellschaften war zwischenzeitlich jeweils die Luxemburgische „BGP Property Partner 1 S.à.r.l.“, davor die „Babcock & Brown Property Partner 1 S.à.r.l.“. Anfang 2011 wurden die Kommanditisten jedoch durch andere Luxemburger BGP-Gesellschaften ersetzt. In Luxemburg bestehen außerdem mehrere Gesellschaften, die die Rolle von Komplementären und Kommanditisten in den Co KGs einnehmen. Die Luxemburger BGP Investment S.à.r.l fungiert auch als Konzernholding für diese Zwischengesellschaften.

¹⁶⁷ Es gibt allerdings auch eine Gesellschaft, die nicht zur BGP gehört, die aber dennoch in die Quokka-Verbriefung einbezogen ist. Auf der anderen Seite gibt es auch Objektgesellschaften, die zur BGP gehören, die aber nicht über das Vehikel Quokka finanziert wurden.

definierten Bedingungen an BGP Holdings Europe zu verkaufen, zu Beginn des Jahres 2012 ausgeübt.

Der Zusammenbruch der europäischen Immobilienbewertungen und die hohe Verschuldung des Joint Ventures haben auch bei dem anderen Venture-Partner erhebliche Bedenken verursacht. Diese Bedenken wurden dadurch verstärkt, daß GPT den Joint Venture zu 80 Prozent mittels Senior loans finanziert hatte. Unter dem Druck von Analysten und Aktionären hat GPT daher Mitte des Jahres 2009 beschlossen, aus seinen europäischen Investments auszuweichen und sich geographisch und sektoral auf seine Kerngeschäfte zu konzentrieren. Das bedeutete auch die Trennung von der europäischen Asset-Management-Plattform GPT Halverton, die im Dezember 2009 an Internos Real Investors verkauft wurde.

Den Ausstieg aus dem Joint Venture erreichte GPT mittels einer in natura-Ausschüttung (In Specie Distribution ISD) an seine Aktionäre. Jeder Aktionär hat im August 2009 eine Dividende in Form von nicht übertragbaren Aktien der BGP Holdings PLC in Malta erhalten, also Aktien der Muttergesellschaft von BGP Investment. Die Holding hat daher nun rund 57.000 einzelne Aktionäre, darunter nur fünf Investoren, die mehr als 5 Prozent des Grundkapitals der BGP halten. Zur Minimierung des Verwaltungsaufwands werden die Aktien über einen Treuhänder in Australien gehalten (Bare Trust), der die Interessen der Aktionäre der Gesellschaft vertritt. GPT behielt eine 5,3-prozentige Beteiligung an dem Unternehmen.

BGP hat eine sehr komplexe Struktur geerbt, die sich über vier Länder erstreckt: Australien, Malta, Luxemburg und Deutschland. Aktiva und Zweckgesellschaften befinden sich in vier weiteren Ländern: Frankreich, Dänemark, den Niederlanden und Schweden. Die Struktur dient der Vermeidung von Doppelbesteuerungen grenzüberschreitender Vermögenseinkünfte. Zum Wohnungsbestand der BGP gehörten im September 2011 knapp 25.000 Wohnungen in Deutschland. Davon liegen über 10.300 Wohnungen nach wie vor in Salzgitter. Gut 3.250 BGP-Wohnungen liegen in NRW, die meisten davon in Köln und Münster. Über die Hälfte des BGP-Portfolios dient als Sicherheit für die Quokka-Verbriefung.

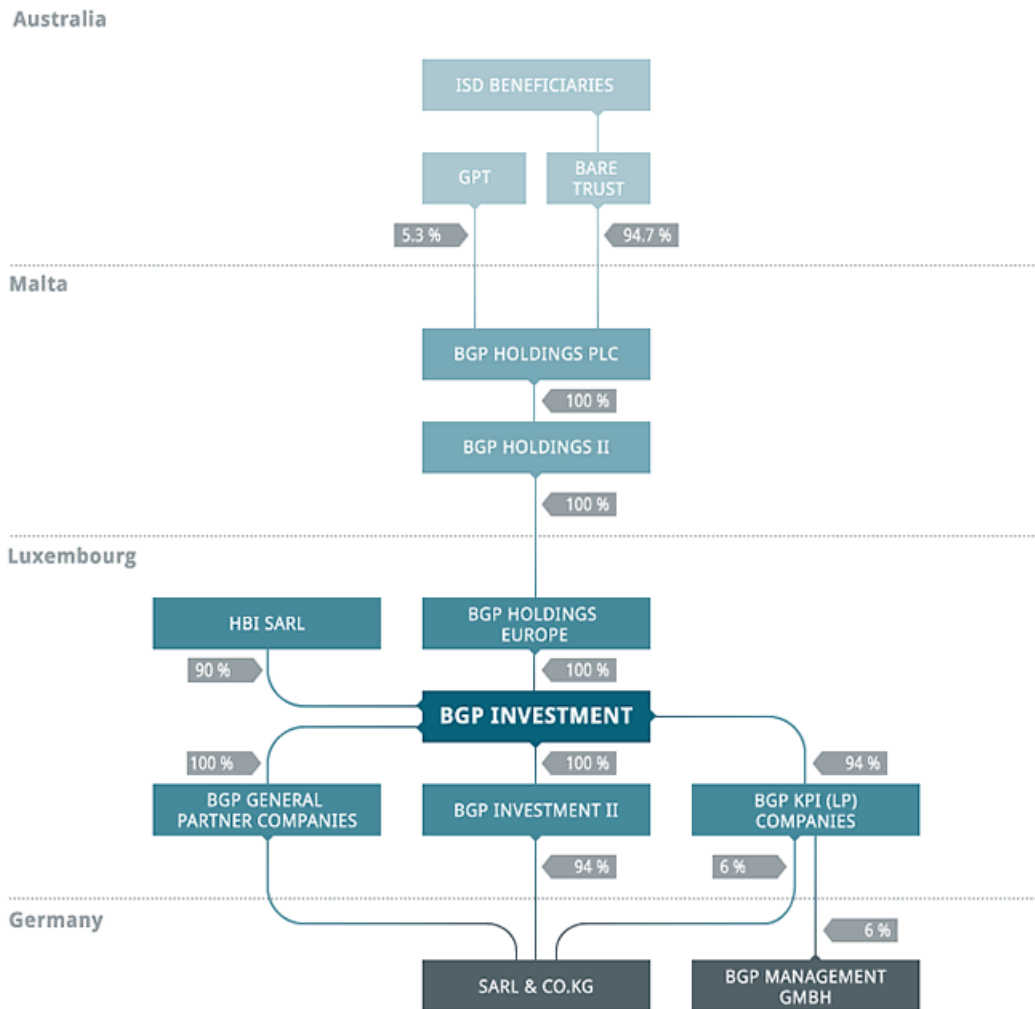


Abbildung B-35: Beteiligungsstruktur der BGP Investment

Quelle: <http://bgp-investment.com/about/structure.html>

Zum Zeitpunkt des Exits der GPT wurden die Aktionäre darüber informiert, daß die BGP abgewickelt werden soll. Die Nettoerlöse aus dem Verkauf ihrer Beteiligungen sollten an die Aktionäre fließen. Diese Strategie sollte in drei Phasen implementiert werden:

1. Sofortige Entsorgung von Portfolios mit negativem Eigenkapital
2. Stabilisierung der Portfolios und Unternehmensprozesse
3. Turnaround der übrigen Portfolios im Hinblick auf eine mittelfristige Veräußerung in 3-5 Jahren

Seit September 2009 sind Immobilien im Buchwert von 672 Millionen Euro verkauft worden. Mit Ausnahme der Oxford JV-Portfolios sind alle verbliebenen Portfolios mindestens Cash-

neutral. Bei einer Reihe von schwierigen Portfolios sind wirtschaftliche Verbesserungen erreicht worden.¹⁶⁸

Die ursprüngliche Absicht eines Exits bis 2012 für BGP hat sich jedoch inzwischen als unrealistisch erwiesen. Die erwartete U-förmige Erholung des europäischen Marktes ist nicht eingetreten. Die Konjunkturindikatoren erscheinen dem Management nun noch bedrohlicher als in 2009. Die jüngsten Entwicklungen am europäischen Staatsanleihenmarkt und andere Ereignisse haben das Vertrauen in die meisten Asset-Klassen untergraben – dies vor dem Hintergrund, daß die meisten BGP-Immobilien nicht zum Core-Segment zählen.

Die anhaltende Schwäche an den Kreditmärkten, die erhöhten Kapitalanforderungen europäischer Banken und ererbte Probleme mit dem Portfolio haben die Neukreditvergabe ebenso eingeschränkt wie die Refinanzierungsmöglichkeiten. Der Mangel an Käufern hat die Illiquidität des Marktes erhöht und könnte die Preise weiter nach unten drücken. BGPs Einzelhandels- und Wohnraum-Portfolios wurden ursprünglich in Blöcken von 50-100 Millionen Euro eingekauft. Diese Größenordnungen sind zur Zeit aber kaum marktgängig.

Das Management hält die BGP-Struktur für anfällig im Hinblick auf Rechtsstreitigkeiten aufgrund mangelbehafteter Transaktionen und möglicher Veränderungen in den steuerlichen Rahmenbedingungen. Dies erhöht die Komplexität von Anteilsverkäufen insbesondere dann, wenn Zusicherungen und Gewährleistungen auf Unternehmensebene erforderlich sind.

Angesichts der hohen Schulden, die auf dem Vermögen der BGP lasten, würde ein Verkauf der BGP-Portfolios unter solch ungünstigen Bedingungen wenig oder sogar gar keine Rendite für die Aktionäre abwerfen. Daher haben die Direktoren empfohlen, den Abwicklungszeitraum bis 2015 auszudehnen, um akzeptable Preise für die verbliebenen Vermögenswerte zu erzielen.¹⁶⁹ Mehr Zeit steht allerdings auch nicht zur Verfügung, denn 2016 läuft die Quokka-Verbriefung aus.

V.1.2 Fallstudie Resi 4 (Münster)

Im September 2005 verkaufte die Wohnungsgesellschaft Münsterland (WGM)¹⁷⁰, an der die landeseigene LEG zu 50 Prozent beteiligt war¹⁷¹, 630 Sozialwohnungen in Münster-Kinderhaus an den australischen Investor Babcock & Brown. Die Verwaltung übernahm die Krüger Immobilien GmbH.

Im Vorfeld des Zuschlags, versprach Christian Terberger, einer der vier Geschäftsführer der deutschen Babcock & Brown GmbH: „Mieterhöhungen sind frühestens in zehn Jahren möglich, eine Ablösung der Sozialbindung ist nicht vorgesehen.“ Sein Unternehmen, so es denn zum Zuge käme, werde in Kinderhaus kräftig investieren: „Ohne der WGM zu nahe zu treten:

¹⁶⁸ <http://bgp-investment.com/about/strategy.html> .

¹⁶⁹ Ebenda.

¹⁷⁰ <http://www.wgm.de/>

¹⁷¹ Der andere Anteilseigner ist die Deutsche Rentenversicherung Westfalen.

Ein milliardenschwerer Fonds wie GPT hat da ganz andere Möglichkeiten.“¹⁷² Nach dem Zuschlag versprach Martin Rey vom Europavorstand der Babcock & Brown GmbH, daß jährlich 500.000 Euro in den Bestand investiert werden sollen.¹⁷³

Der Verkauf erfolgte seinerzeit im Zuge von „Portfolioanpassungen“, die u.a. dem Abbau des Instandhaltungsstaus im WGM-Bestand dienen sollten. Dieser strategische Ansatz entspricht dem der Konzentration der Kräfte, der zu dieser Zeit auch von der LEG verfolgt wurde (Abschnitt III.6.3). Das Problem liegt dabei in dem ungewissen Schicksal der Nichtkernbestände.

Die Leerstandsquote in dem verkauften Bestand betrug damals überdurchschnittliche 5 Prozent und die WGM beklagte außerordentlich hohe Mietausfälle.¹⁷⁴ Später behauptete die für B&B tätige Verwaltung, die WGM habe die Investitionen kurz vor dem Verkauf „auf ein Minimum zurückgefahren“ und Mietverträge abgeschlossen, die B&B wegen Zahlungsverzugs fristlos habe kündigen müssen.¹⁷⁵

Die Wohnungen in Münster werden aktuell von der Objektgesellschaft BGP Resi 4 S.à r.l. & Co. KG gehalten (die frühere „Babcock & Brown Residential Property 4 S.à.r.l. & Co KG“). Die Gesellschaft besitzt gemäß den Quartalsberichten der Verbriefung 626 Wohnungen in Münster. Die Hausverwaltung liegt derzeit bei der Hermes Hausverwaltung AG.

Resi 4 hatte 2010 ein Bilanzvolumen von 25,12 Mio. Euro bei einem Immobilienanlagevermögen von 21,8 Mio. Euro. Das Eigenkapital bestand aus einem Rücklagenrest von 666.000 Euro. Die Kreditverbindlichkeiten betragen rund 22,1 Mio. Euro. Sie bestanden fast ausschließlich gegenüber Quokka und sie waren durch eine erstrangige Grundschuld sowie durch Kontenverpfändungen und Abtretungen der Verkaufs- und Mieterlöse besichert.

RESIDENTIAL 4, MÜNSTER	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Wohnungen	626	626	626	625	625	626
Leerstand in Wohneinheiten	65	81	95	90	53	24
Leerstandsquote Prozent	10,4	12,9	15,2	14,4	8,5	3,8
Gesamte Wohnfläche geschätzt m ²	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Monatliche Mieteinnahmen €	208.247	203.649	198.936	199.931	205.560	223.281
Miete je m ² und Monat €	4,18	4,23	4,24	4,23	4,13	4,46
Instandhaltungen 4. Quartal €	48.964	100.329	29.681	k.A.	k.A.	40.941
Instandhaltung seit III/2006 €	80.605	478.983	691.004	834.916	1.275.622	1.458.110
Modernisierung 4. Quartal €	179.789	25.454	61.890	k.A.	k.A.	39.135
Modernisierung seit III/2006 €	392.745	419.384	630.774	798.301	1.125.272	1.297.145

Tabelle B-36: Leerstand, Mieteinnahmen und Aufwendungen für Instandhaltung und Modernisierung bei Resi 4, Münster

Quelle: Quartalsberichte

¹⁷² Münstersche Zeitung v. 15. September 2005.

¹⁷³ Münstersche Zeitung v. 1. Oktober 2005.

¹⁷⁴ WGM Geschäftsbericht 2004.

¹⁷⁵ Westfälische Nachrichten v. 23.11.2007.

Bereits im November 2007 drangen Klagen der Bewohner wegen zunehmender Mängel an die Presse. Die Lokalpresse stellte gravierende Sicherheitsmängel wie abgebrochene Flurlichtschalter und kaputte Brandschutztüren fest.¹⁷⁶ Nach Auskunft von Ulla Fahle vom Vorstand des Mieterschutzvereins Münster versuchten die Mieter aufgrund der starken Mängel bei anderen Wohnungsgesellschaften unterzukommen.

Die Leerstandsquote lag seinerzeit bei 13 Prozent.¹⁷⁷ B&B habe einem „Großteil der Mieter wegen Zahlungsunfähigkeit fristlos gekündigt“, behauptete das Unternehmen. Nach Aussagen des Eigentümers diene das dazu, „die Mietklientel auf Vordermann“ zu bringen. Es sei allerdings nicht einfach, Nachmieter zu finden, weil es sich überwiegend um Drei-Zimmer-Wohnungen handele, die für Hartz IV-Empfänger zu groß seien. Die Wohnungen auf dem freien Markt anzubieten, sei dagegen „illusorisch“, denn Kinderhaus sei „nun einmal mit einem gewissen Ruf versehen“. Inzwischen ist der Leerstand in dem Resi 4-Portfolio allerdings drastisch gesunken. Im 4. Quartal 2011 lag die Leerstandsquote unter 4 Prozent.

Bei einer von der Bezirksverwaltung einberufenen Runde am 22.11.2007 ließ die Wohnungsverwaltung Krüger offen, ob B&B ausreichend investieren werde. Der Vertreter der Barg Gruppe, meinte, daß „wir mit geliehenem Geld von Anlegern arbeiten. Und Geld fließt nur dahin, wo es sich rentiert“.¹⁷⁸ Das war natürlich ein entlarvender Widerspruch zu den vollmundigen Ankündigungen beim Ankauf der Bestände. Der Barg-Sprecher beklagte weiterhin „extremen Vandalismus“ und schlug vor: „Vielleicht ist es besser, wenn die guten Mieter in einem Haus zusammenrücken und die schlechten in einem anderen.“¹⁷⁹

Im Zeitraum 2007-2011 lagen die Aufwendungen der Resi 4 für Instandhaltung bei etwa 5,50 Euro je Quadratmeter und Jahr und die aktivierten Modernisierungen bei 3,62 Euro. Alles in allem sind also in diesem Zeitraum durchschnittlich 9,12 Euro je Quadratmeter und Jahr in die Bestandspflege geflossen. Der jährliche Instandhaltungsaufwand zeigt zwischen 2007 und 2011 eine uneinheitliche Tendenz. Nach einem starken Rückgang im Geschäftsjahr 2009 bewegt sich der Aufwand seitdem nicht wesentlich unter dem in den Jahren 2007 und 2008 erreichten Niveau. Die Modernisierungen zeigen ein ähnliches Muster. Abgesehen vom Jahr 2009 ist kein deutlicher Einfluß der Investorenexitis und Verwalterwechsel zu erkennen. Die Bemühungen um den Substanzerhalt wurden auf niedrigem Niveau fortgesetzt.

V.2 B&B und GPT als Initiatoren des Joint Ventures

Babcock & Brown war bis zur Insolvenz im Jahr 2009 eine international tätige australische Investmentgesellschaft mit Schwerpunkten im Leasinggeschäft, der Infrastrukturfinanzierung und Immobilien. B&B kontrollierte eine weites Feld von Aktiengesellschaften und Private Equity Fonds. Ende 2007 betrug das von B&B verwaltete Vermögen einschließlich der

¹⁷⁶ Westfälische Nachrichten v. 17.11.2007.

¹⁷⁷ Ebenda.

¹⁷⁸ Westfälische Nachrichten v. 23.11.2007.

¹⁷⁹ Ebendort.

Fonds 72 Milliarden Australische Dollar, das entsprach 44,1 Milliarden Euro. Das war deutlich mehr als das seinerzeit von der Fortress verwaltete Vermögen.

B&B wurde unter anderem für australische Fonds und Pensionskassen tätig. Die Arbeitnehmer in Australien sind zur Einzahlung in private Pensionskassen verpflichtet, was einen entsprechenden Anlagedruck erzeugt. Angesichts eingeschränkter Anlagemöglichkeiten in Australien gerieten Investments in Europa in den Fokus der Anlagepolitik dieser Adressen. Bei Anlagen in deutsche Wohnimmobilien wurde mit einer Rendite zwischen 6 und 7 Prozent gerechnet (Martin Rey in den Westfälischen Nachrichten v. 1.10.2005).

Babcock & Brown war seit 2004 in Australien börsennotiert. Zunächst war B&B nur als Finanzberater bei größeren Leasinggeschäften tätig. Daraus entwickelten sich Beteiligungs- und Investmentgeschäfte. Seit den 90er Jahren hat B&B in Australien diverse Investmentfonds aufgelegt. Der Sprung ins globale Beteiligungsgeschäft gelang im Jahr 2000 mit dem Einstieg der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, die einen Anteil von 20 Prozent der B&B-Aktien erwarb. Die Bank war im Vorstand (Board of Directors) von Babcock & Brown vertreten.¹⁸⁰

General Property Trust Limited (GPT) ist ein seit 1971 börsennotierter australischer Immobilieninvestor mit einem Anlagevermögen von 13 Milliarden Dollar.¹⁸¹ Die Aktiengesellschaft selbst gibt an, über 50.000 Aktionäre zu haben. Hauptaktionär ist die Government of Singapore Investment Corporation (GIC), einer der weltweit größten Staatsfonds. Ein Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt bei Büroimmobilien und Einkaufszentren in Australien. GPT verwaltet australische und europäische Investmentfonds im Umfang von 9,5 Milliarden Dollar.

V.3 Entwicklung des Wohnungsportfolios

2003: B&B kauft in Kiel 6.000 Wohnungen der ehemaligen KWW (Kieler Werkswohnungen GmbH). Die Wohnungen waren zuvor von der TUI-Tochter Preussag Immobilien (PSI) an die Deutsche Anlagen Leasing GmbH (DAL) veräußert worden.

2004: Ende des Jahres kaufte B&B weitere 13.500 ehemalige Preussag-Wohnungen in Salzgitter von der DAL. Die Investmentgesellschaft übertrug die Wohnungsverwaltung an Krüger Immobilien. Dadurch verloren 125 PSI-Mitarbeiter ihren Arbeitsplatz. Krüger Immobilien schuf angeblich danach 130 neue Arbeitsplätze.¹⁸² Im gleichen Jahr wurde ein Portfolio mit 2.700 Wohnungen an verschiedenen Standorten in Westdeutschland erworben. B&B zahlte nach eigenen Angaben für die beiden Portfolios 380 Mio. Euro¹⁸³, das entspricht 23.457 Euro je Wohneinheit. Parallel dazu wurden 2.700 Wohneinheiten aus dem erst Ende 2003 gekauften Kieler Portfolio weiterveräußert. Der Verkauf an einen skandinavischen Investor (wahr-

¹⁸⁰ [http://en.wikipedia.org/wiki/Babcock %26 Brown](http://en.wikipedia.org/wiki/Babcock_%26_Brown) .

¹⁸¹ <http://www.gpt.com.au/>

¹⁸² Salzgitter Zeitung 17.09.2005, <http://www.newsclick.de/index.jsp/menuid/2163/artid/4528385> .

¹⁸³ Babcock & Brown Media Release 17 January 2005.

scheinlich Kristensen Properties) soll mit Gewinn erfolgt sein. Weitere 1.000 Kieler Wohnungen gingen an einen deutschen Investor. Nach B&B-Angaben betrug der Verkaufserlös 150 Millionen Euro, das entsprach 32.609 Euro je Wohneinheit. B&B kündigte eine weitere Expansion auf den europäischen Immobilienmärkten an.

2005: Im Oktober verkaufte B&B 4.600 ehemalige Preussag-Wohnungen in Salzgitter zusammen mit 1.200 Wohnungen in Kassel an Kristensen Properties. Die Verwaltung blieb bei Krüger.¹⁸⁴ Der Preis betrug angeblich 25.000 Euro je Wohnung. Später beklagten sich Mietervereine über überhöhte Nebenkostenabrechnungen.¹⁸⁵ Ein strategischer Meilenstein war die Bildung des Joint Ventures BGP Investments mit der GPT Group, in den B&B u.a. seinen deutschen Wohnimmobilienbestand eingebracht hat (B&B Annual Report 2005, S. 54).

2006: BGP Investments kaufte die ehemals kommunale WoBau Jade in Wilhelmshaven (18.300 Wohneinheiten) von Cerberus. Das war bereits der vierte Verkauf der WoBau Jade. Im gleichen Jahr erstand BGP Investments ca. 400 Wohneinheiten in Essen-Katernberg (Meerkamp) von Vivacon (Eigentumsübergang zum 1.1.2007). Die Wohnungen waren erst ein Jahr zuvor von der Ruhrboden Liegenschaften verkauft worden. Diese hatte die Wohnungen zuvor von der Viterra erworben. Im August 2006 wurde außerdem die Verbriefung Quokka Finance plc abgeschlossen.

2007: Im September 2007 wurden Bestände der Ruhrboden Liegenschaften in Recklinghausen erworben. Die Mieter klagten über Schwarzsimmel und nicht reparierte Sturmschäden. Kurz vor dem Verkauf hatte Ruhrboden noch schnelle Abhilfe versprochen.¹⁸⁶ Außerdem verkaufte BGP in diesem Jahr 51 Prozent der Gesellschaften Emersion und Domus mit zusammen 10.100 ehemaligen Preussag-Wohnungen an den Standorten Salzgitter, Aachen, Freiburg, Hamburg, Kiel, Köln und Osnabrück an die Colonia Real Estate AG.¹⁸⁷

V.4 Wohnungsbestand

Bereits vor der Übernahme durch B&B bzw. BGP waren die Wohnungsbestände an unterschiedlichen Standorten durch Instandhaltungsprobleme, Desinvestitionen und soziale Probleme gekennzeichnet. Bei einigen Standorten (z.B. Tenever, Münster-Kinderhaus) handelte

¹⁸⁴ Salzgitter Zeitung 17.09.2005, ebenda.

¹⁸⁵ Kampf gegen überhöhte Nebenkosten, SR, Dienstag, 27. März 2007 (PlusMinus) http://www.daserste.de/plusminus/beitrag_dyn~uid,7k8hksxguod28ydv~cm.asp

¹⁸⁶ <http://www.marlaktuell.de/?p=18721> Marl Aktuell 21. Oktober 2007.

¹⁸⁷ Die Colonia Real Estate AG übernahm von der BGP Investment S.à.r.l. (dem Joint Venture mit B&B) und der Babcock & Brown Residential Property 1 S.à.r.l. & Co. KG je 51 Prozent der Geschäftsanteile an zwei Wohnimmobiliengesellschaften mit einem Wohnungsbestand von insgesamt 10.100 Wohnungen, die ehemals zu Preussag gehörten. Die Wohnungen an den Standorten Aachen, Freiburg, Hamburg, Kiel, Köln, Osnabrück und Salzgitter hatten eine Gesamtfläche von 623.000 Quadratmetern, die zu 85 Prozent vermietet war und eine Jahresnettokaltmiete von annähernd 30 Millionen Euro generierte. Für die verbleibenden 49 Prozent der Geschäftsanteile bestand eine bis zum 30. November 2008 ausübbarer Kaufoption (<http://www.finanzen.net> 20.02.2007). Im Sommer wurde die Kaufoption an den beiden Wohnimmobiliengesellschaften Emersion Grundstücksverwaltungsgesellschaft mbH und Domus Grundstücksverwaltungsgesellschaft mbH wahrgenommen.

es sich um Großwohnsiedlungen der 70er Jahre, die spezifische Probleme mit der Bauunterhaltung und der Belegung aufwiesen. Andere Standorte waren im Zuge wiederholter Verkäufe heruntergewirtschaftet worden (Wilhelmshaven, Essen, Köln).

Nach der Übernahme durch B&B bzw. BGP verschärften sich diese Probleme an verschiedenen Standorten zusehends. Neben einer schlechten Wohnungsverwaltung haben dazu die allzu geringen Instandhaltungsaufwendungen beigetragen.

Die Quartalsberichte zur Quokka-Verbriefung¹⁸⁸ sind eine wesentliche Informationsquelle für den größten Teil des BGP-Bestandes. Die Anzahl der Immobilieneinheiten ist seit 2006 nahezu unverändert. Im vierten Quartal 2011 waren Objektgesellschaften mit insgesamt 25.000 Immobilien-Einheiten (Wohnungen, Geschäftslokale, Garagen und Parkplätze) in die Quokka-Verbriefung einbezogen.

Stadt	Objektgesellschaft	Einheiten12/2011	m ²
Salzgitter	Emersion	10.182	555.706
Berlin	div.	2.476	143.774
Kiel	div.	1.650	77.347
Köln	div.	1.548	77.347
Münster	Residential 4	1.237	51.950
Freiburg	Domus	748	72.354
Nürnberg	Norddeutschland	752	24.109
Garching	Residential 2	603	24.779
Glienike / Nordbahn	Residential 5	579	25.286
Emden	Residential 6	523	32.464
Verden	Residential 6	420	25.286
Kirchseeon	Residential 2	424	15.544
Hannover	div.	493	18.844
Dietzenbach	Residential 9	347	12.002
Osnabrück	Domus	340	20.603
Karlsruhe	div.	307	11.910
Düsseldorf	Norddeutschland	282	9.927
Gronau	Norddeutschland	261	14.887
Ulm	Residential 9	221	9.032
Coburg	Norddeutschland	219	8.717
Celle	Residential 6	196	10.476
Ronnenberg	Residential 6	130	8.778
Leer	Residential 6	78	4.956
Schöppingen	Norddeutschland	83	4.665
Aachen	Domus	85	4.121
Ahaus	Norddeutschland	82	3.056
Buxtehude	Domus	76	3.914
Andere	div.	662	30.580
SUMME		25.004	1.302.414

Tabelle B-37: Räumliche Verteilung der Quokka-Bestände IV/2011

¹⁸⁸ Abrufbar unter: <https://tss.sfs.db.com> .

Ein eindeutiger räumlicher Schwerpunkt liegt weiterhin in Salzgitter. Die dortigen Wohnungen gehören allerdings nicht mehr zum BGP-Portfolio. In NRW sind Quokka-Gesellschaften in Köln, Münster, Düsseldorf, Aachen, Ahaus und Schöppingen vertreten.

Standort	Objektgesellschaft	WE IV/2006	WE IV/2011	Gewerbe	Parkplätze	Sonstige	m ²
Köln 1	Domus	98	102	7	102	2	
Köln 2	Norddeutschland	773	773	17	163	3	
Köln 3	Residential 9	132	132	27	199	21	
Summe Köln		1.003	1.007	51	464	26	77.347
Münster	Residential 4	626	626	13	591	5	51.950
Düsseldorf	Norddeutschland	161	162	13	102	5	9.927
Aachen	Domus	44	44	1	39	1	4.121
Ahaus	Norddeutschland	57	57	0	8	17	3.056
Schöppingen	Norddeutschland	64	64	0	19	0	4.665
Summe NRW		1.955	1.960	78	1.223	54	151.066

Tabelle B-38: QUOKKA-Wohnungsbestände in NRW IV/2011

Ohne kleinere Wohnungsbestände liegen knapp 2.000 Quokka-Wohnungen in NRW.¹⁸⁹ Nach Köln (1.007 Wohnungen) ist der wichtigste Standort in NRW Münster. Die Objektgesellschaft Resi 4 ist nur in Münster vertreten.

V.5 Unternehmensfinanzierung

Ab 2006 wurden 11 in unterschiedlichen Eigentümergesellschaften zusammengefaßte Wohnportfolien (insgesamt 19.000 Wohnungen) über das irische Verbriefungs-Vehikel Quokka Finance plc refinanziert. Zwischen den Quokka-Portfoliogesellschaften besteht eine sogenannte „Cross-Collateralisation“, also eine die einzelnen Gesellschaften übergreifende Kreditbesicherung. Es handelt sich um ein Verbriefungsvolumen von 617,5 Millionen Euro. Die Mortgage backed notes wurden in 5 Tranchen begeben und sie sind im Jahr 2016 fällig. Als Dealer und Arranger bei diesem Geschäft wurde Barclays Capital tätig.

Der ursprüngliche Asset Manager (die Babcock & Brown GmbH) und der ursprüngliche Property Manager (die Krüger Immobilien GmbH) der Verbriefung sind wegen der Insolvenz von Krüger und der Unternehmensumstrukturierung bei Babcock & Brown im März 2012 von der Zweckgesellschaft ausgetauscht worden. Für die meisten Objektgesellschaften ist nun die Hermes Hausverwaltung AG als Property Manager tätig. Das Asset-Management für die Quokka-Wohnungen liegt seitdem bei der BGP Asset Management GmbH in München.

¹⁸⁹ Diese Zahl reduziert sich um 146 Wohnungen, wenn die mehrheitlich in Colonia-Besitz befindliche Domus nicht berücksichtigt wird.

Treuhänder (Trustee) ist die Deutsche Bank-Tochter Deutsche Trustee Company Limited in London. Als Servicer fungiert Barclays Capital Mortgage Servicing Limited.

Diese Verbriefung weist aus Sicht der Gutachter vor allem die Besonderheit einer relativ langen Laufzeit auf. Die BGP hat 3 Jahre länger Zeit als die Deutsche Annington und andere, um ihr Refinanzierungsproblem zu lösen. Sie steht allerdings angesichts der operativen Entwicklung und des hohen Verschuldungsgrades der Objektgesellschaften auch vor besonderen Herausforderungen.

V.6 Strategien und Werthebel

Die Mieterträge dienen fast ausschließlich dem Schuldendienst. Die Investitionen in die oft sanierungsbedürftigen Wohnungsbestände wurden zumindest zum Teil weiter reduziert. In ohnehin schwierigen Wohnquartieren fehlen Ansprechpartner. Die Verwertung der Immobilien-Portfolien über Verkäufe erfolgte in Folge der Finanzkrise bislang nur schleppend. Lediglich im Jahr 2010 ist ein größerer Weiterverkauf bekannt geworden.

V.6.1 Wohnungsverwaltung

Bei der untersuchten Struktur handelt es sich nicht um ein klassisches Wohnungsunternehmen. Babcock & Brown hat den Verwalter Krüger übernommen, um die Verwaltung der verschiedenen Objektgesellschaften zu gewährleisten. Zu den Beteiligungen von Babcock & Brown zählten neben der Verwaltungsfirma Krüger Immobilien auch die Barg Group mit der Barg Holding GmbH und die Praedia Haus- und Gartenservice GmbH.¹⁹⁰ Gegenüber den Mietern traten in der Regel nur Krüger und Praedia in Erscheinung.

Die Krüger Immobilien GmbH bezeichnete sich selbst als deutscher Marktführer in der Wohnungsverwaltung. Laut ihrer Selbstdarstellung verwaltete Krüger mehr als 62.000 Einheiten an 150 Standorten. Seit 2004 war Krüger Immobilien auch für B&B tätig. Der Hauptsitz der Gesellschaft war in Kiel. Zweigniederlassungen gab es u.a. in Dortmund, Duisburg, Essen, Herne, Gelsenkirchen und Münster.

Die Praedia Haus- und Gartenservice GmbH war in dem Beziehungsgeflecht unter anderem für die Kleinreparaturen zuständig. Explodierende Kosten und eine intransparente Rechnungslegung in den Beständen von B&B und ihren Nachfolgern in Salzgitter und Kassel (ehemalige Preussag-Wohnungen) führten zu erheblichen Konflikten unter den Partnern.

V.6.2 Mietentwicklung

Die erzielten Quadratmetermieten zeigen vor allem im Kölner Bestand von Domus eine vergleichsweise steil nach oben gerichtete Entwicklung. Diese Gesellschaft befindet sich allerdings mehrheitlich unter Kontrolle der Colonia Real Estate. Aber auch „Residential 9“ konnte am Standort Köln deutliche Mietsteigerungen realisieren.

¹⁹⁰ Handelsblatt v. 11. Februar 2008.

Standort	Objektgesellschaft	Miete IV/2006 € je m ² und Monat	Miete IV/2011 € je m ² und Monat	Prozentuale Erhöhung gesamter Zeitraum	Durchschnittliche jährliche Erhö- hung in Prozent
Köln 1	Domus	6,49 €	8,21 €	26,5	5,3
Köln 2	Norddeutschland	5,25 €	5,42 €	3,2	0,65
Köln 3	Residential 9	9,41 €	10,89 €	15,7	3,15
Münster	Residential 4	4,18 €	4,46 €	6,7	1,34
Düsseldorf	Norddeutschland	6,10 €	6,08 €	-0,3	-0,07
Aachen	Domus	5,29 €	5,90 €	11,5	2,31
Ahaus	Norddeutschland	3,65 €	4,03 €	10,4	2,08
Schöppingen	Norddeutschland	3,51 €	3,86 €	10,0	1,99

Tabelle B-39: Mietentwicklung der QUOKKA-Wohnungsbestände in NRW IV/2011

V.7 B&B und die Mieter: Erfahrungen am Standort Salzgitter

Seit Mitte des vergangenen Jahrzehnts häuften sich an den Wohnungsstandorten von B&B Beschwerden der Mieter über unzureichende Instandhaltung, falsche oder überhöhte Betriebskostenabrechnungen, Leerstände und Verwahrlosungen. Beispielhaft sollen diese Beschwerden und die Reaktionen darauf hier für den Standort Salzgitter nachgezeichnet werden.

Zum Jahresende 2004 kaufte B&B 13.500 ehemalige Preussag-Wohnungen in Salzgitter. Mit der Übernahme der Wohnungsverwaltung durch Krüger Immobilien verloren die PSI-Mitarbeiter ihren Arbeitsplatz. Man hat also eine funktionierende Verwaltungsstruktur mit voller Absicht zerschlagen.¹⁹¹

Im Oktober 2005 (also nach einer Haltezeit von weniger als einem Jahr) hat B&B 4.600 der ehemaligen PSI-Wohnungen in Salzgitter zusammen mit 1.200 Wohnungen in Kassel an die dänische Immobiliengesellschaft Kristensen Properties verkauft. Die Verwaltung verblieb für diese Teilbestände aber bei Krüger Immobilien.¹⁹²

Später haben sich Mietervereine und Mieter in Kassel über überhöhte Nebenkostenabrechnungen beklagt.¹⁹³ Ursächlich für die massiv gestiegenen Nebenkosten sollen die hohen Ausgaben für den Haus- und Gartenservice der Firma Praedia in Berlin gewesen sein, die wie Krüger Immobilien zur Barg-Group gehörte und von B&B kontrolliert wurde. Für die auch von Krüger verwalteten Wohnungen in Salzgitter ergab eine Auswertung von rund 400 Abrechnungen bei den Hausmeisterkosten eine Steigerung um mehr als das Zehnfache.¹⁹⁴

¹⁹¹ Salzgitter Zeitung v. 17.09.2005, ebenda.

¹⁹² Ebendort.

¹⁹³ Kampf gegen überhöhte Nebenkosten, SR, Dienstag, 27. März 2007 (PlusMinus)
http://www.daserste.de/plusminus/beitrag_dyn~uid,7k8hksxguod28ydv~cm.asp

¹⁹⁴ Ebenda.

Daraufhin entwickelte sich eine heftige in der Öffentlichkeit ausgetragene Auseinandersetzung. Es bildete sich eine Mieterinitiative, die als Verein Krüger wegen der Abrechnungen angezeigt hat. Daraufhin wurde der Verein wegen angeblichen Verstoßes gegen das Rechtsberatungsgesetz angezeigt. Die Ermittlungen in dieser Angelegenheit wurden im Januar 2008 eingestellt.

Nach Interventionen gegenüber Kristensen soll es in Kassel einen Rückzieher der Krüger Immobilien gegeben haben. In Salzgitter erhielten die Mieter dagegen vor Weihnachten 2007 Mahnschreiben der Creditreform.¹⁹⁵

Im Mai 2007 verkaufte Kristensen sein Portfolio in Salzgitter und Kassel an die Vivacon AG weiter. In der Folge wurde die Verwaltung von der Vivacon-Tochter Curanis übernommen.¹⁹⁶

Nach der Beteiligung der Colonia Real Estate AG an den ehemaligen Preussag-Wohnungen u.a. am Standort Salzgitter¹⁹⁷ verzichtete diese auf 300.000 Euro Nebenkosten, die ihr angeblich noch zustanden.¹⁹⁸

Die Entwicklung an den Standorten Salzgitter und Kassel ist ein Beispiel für die potentielle Instabilität in der Mieter-Vermieter-Beziehung, die ein Wohnungsverkauf an Finanzinvestoren mit sich bringt. Wenn ein Teilbestand einmal an einen auf opportunistische Handelsgewinne orientierenden Investor verkauft wurde, dann kann es zu einer Abfolge von Eigentümer- und Verwalterwechseln kommen, denen die Mieter sich wehrlos ausgesetzt fühlen müssen. Jeder derartige Wechsel bedeutet für sie neue Unsicherheit über die Absichten der neuen Eigentümer / Verwalter und diese lassen nur allzuoft kein Interesse an einer langfristigen vertrauensbasierten Beziehung zu ihren Mietern erkennen.

V.8 Fazit

Bei dieser von zwei australischen Aktiengesellschaften initiierten Struktur handelt es sich nicht um ein klassisches Wohnungsunternehmen. Hier sind Bestände übernommen worden, ohne daß die Aufkäufer über entsprechende Kompetenzen in der Verwaltung großer Wohnungsbestände verfügt hätten. Für die Wohnungsverwaltung hat man sich eines externen Verwalters bedient, den man auch gleich übernommen hat, um die Kontrolle zu haben. Der Ansatz unterscheidet sich von den weiter unten beschriebenen Plattformen Speymill und Tower dahingehend, daß man bei Babcock & Brown bestrebt war, nur mit einem Verwalter zusammenzuarbeiten. Die dabei gesammelten Erfahrungen waren aber ähnlich enttäuschend wie bei Speymill und Tower, die zunächst auf diverse, größtenteils nur regional tätige Verwalter gesetzt hatten.

¹⁹⁵ Salzgitter Zeitung v. 21.12.2007.

¹⁹⁶ Ebendort.

¹⁹⁷ Salzgitter Zeitung v. 09.03.2007.

¹⁹⁸ Salzgitter Zeitung v. 21.12.2007.

Die Gutachter haben in diesem und anderen Fällen festgestellt, daß ausländische Finanzinvestoren dazu neigen, die Bedeutung eines leistungsfähigen Property Managements für die Stabilität der Mieteinnahmen unterschätzen.

Die BGP war im Vergleich mit den anderen untersuchten Plattformen von einer besonders hohen Handelsintensität geprägt. Das Portfolio wurde immer wieder aus opportunistischen Motiven umgeschlagen, während die Verbesserung von Qualität und Effizienz in der Bewirtschaftung keine Rolle spielte.

Lehrreich ist die ganze Konstruktion im Hinblick auf die Insolvenz- und Exitfestigkeit derartiger Beteiligungs- und Verbriefungsstrukturen. Die BGP wurde in den Untergang / Exit ihrer Initiatoren nicht direkt hineingezogen. Dies war möglich, weil Babcock & Brown nur eine gegenüber den von der GPT gehaltenen Vorzugsaktien nachrangige Eigenkapitalposition hatte, die bei Einsetzen der Liquidation von B&B bereits wirtschaftlich wertlos geworden war. Der illiquide Aktionär B&B hat seine Aktien dann an die BGP zurückgegeben.

Der andere Initiator war nicht insolvent, hatte aber die Hoffnung auf eine positive Entwicklung seines Investments verloren. Der Exit wurde vollzogen, indem die Aktien an der Malteser Holding an die eigenen Aktionäre verschenkt wurden. Man könnte sagen, daß die GPT das Investment einfach als hoffnungslos abgeschrieben hat. Dazu findet sich in keiner anderen Fallstudie eine Parallele.

Die Struktur mit der BGP Investment im Zentrum hat dies alles scheinbar unbeschadet überstanden. Es handelt sich hier nicht um eine Insolvenz des Investments (wie bei SDIC, siehe dazu unten), sondern um die Insolvenz eines Investors und den Exit des anderen Investors. Daran hat auch die Insolvenz der von B&B beherrschten Krüger Immobilienverwaltung nichts geändert. Der insolvente Verwalter wurde durch einen neuen ersetzt.

Durch die Exits ist aber materiell eine Situation entstanden, in der die BGP Investment nicht mehr von zwei großen Investmentgesellschaften unternehmerisch geführt wird, sondern von 57.000 Einzelaktionären, die erstens überwiegend außerhalb Europas lozieren und die zweitens das Investment innerlich bereits größtenteils abgeschrieben haben dürften.

Von den teils unfreiwilligen, teils freiwilligen Investoren-Exits war die Verbriefung Quokka ebenfalls nicht direkt betroffen. Dort wurden lediglich Asset- und Property Manager sowie der General Partner ausgetauscht. Außerdem änderten sich die Namen der Objektgesellschaften. Das sind aber im Grunde genommen Äußerlichkeiten.

Eigentlich steht die ganze gesellschaftsrechtliche Struktur einschließlich der Beziehungen zur Quokka im großen und ganzen noch so da wie vor den Exits und Insolvenzen. Das heißt aber nicht, daß das Investment am Ende nicht auch noch insolvent werden könnte. Die Objektgesellschaften sind hochverschuldet und eine erfolgreiche Refinanzierung der Quokka-Verbriefung ist mehr als fraglich. Das Management von BGP Investment hatte eigentlich das Ziel verfolgt, durch Verkäufe von Teilportfolien die Restschuld gegenüber der Zweckgesell-

schaft zu reduzieren. Damit ist man aber aus verschiedenen Gründen (Bestandsqualität, Umfeldbedingungen) kaum vorangekommen. Das Ergebnis ist ein mehr oder weniger sich selbst überlassener Vermieter, der eine Art Notbewirtschaftung in der Hoffnung auf günstige Verkaufsgelegenheiten in der Zukunft betreibt. Für die Strategie und die weiteren Überlebenschancen dieser Struktur ist die Entwicklung der Beziehungen zu der Zweckgesellschaft Quokka ausschlaggebend.

B.VI Andere Investoren

Von den untersuchten fünf großen Plattformen folgen Deutsche Annington, Gagfah und LEG NRW dem Private Equity-Modell in mehr oder weniger reiner Form. Das fehlgeschlagene australische Investment entspricht dem Private Equity-Modell in wesentlichen Punkten. Bei FDL Deutschland muß abgewartet werden, ob sich aus der Integration der Plattform in eine REIT-Struktur wesentliche Änderungen im Bewirtschaftungsverhalten ergeben.

Abgesehen von den Großplattformen ist in NRW eine ganze Reihe von Beteiligungsunternehmen mit kleineren Wohnungsbeständen aktiv. Diese entsprechen nicht in allen Aspekten dem Grundmodell einer Private Equity-Struktur. Es handelt sich um kreative Kombinationen von Rechtsformen und Finanzierungsmodellen, die sich allerdings an dem Grundmodell orientieren. Dies gilt etwa im Hinblick auf den opportunistischen Investmentansatz und den Einsatz der Verbriefungstechnik zur Refinanzierung risikoreicher Portfolioankäufe.

Die kleineren Plattformen werden aus ganz unterschiedlichen Ländern wie Dänemark, Frankreich, der Schweiz und Israel gesteuert. Generell bereitet diese Klasse von Investoren den Behörden und Mietern noch wesentlich größere Probleme als die großen Plattformen. Das ist zum Teil mit dem wirtschaftlichen Mißerfolg der Engagements zu erklären. Die drei näher betrachteten Plattformen (Speymill/Goal, Tower Group und WVB Centuria) sind allesamt Beispiele für die besonderen Risiken finanzmarktgetriebener Geschäftsmodelle.

VI.1 Speymill/Goal

Die Speymill Deutsche Immobilien Company Plc¹⁹⁹ (SDIC) ist eine börsennotierte Wohnimmobilieninvestmentgesellschaft mit etwa 90 Objekt-Tochtergesellschaften. Im Eigentum der Objektgesellschaften befinden sich etwa 26.000 Wohnungen, deren Standorte sich über große Teile des Bundesgebietes verteilen. In Nordrhein-Westfalen liegen etwa 8.150 Speymill-Wohnungen (Stand: Juni 2009). Die SDIC war im Börsensegment Alternative Investment Market (AIM) der London Stock Exchange notiert. Infolge des Zahlungsausfalls bei der Kredittilgung durch die Objektgesellschaften und des nachfolgenden Kontrollverlusts über die Objektgesellschaften wurde der Handel mit den SDIC-Aktien aber bereits im Dezember 2010 ausgesetzt. Wegen der nicht erfolgten Veröffentlichung des Halbjahresberichts zum 31.12.2010 wurde die Börsennotierung im Mai 2011 eingestellt (Delisting).

VI.1.1 Gesellschaftsrechtliche Struktur

Die zur SDIC gehörenden Objektgesellschaften (Speymill Deutsche Immobilien 1-29, Balanda Limited²⁰⁰, Bluebirch Limited, Briarfield Limited und andere) sind sämtlich auf der Isle of Man registriert.

¹⁹⁹ Die Public Limited Company (Plc) ist die übliche Rechtsform einer britischen börsennotierten Aktiengesellschaft.

²⁰⁰ Die britische Rechtsform Limited Company (Ltd) ist mit einer GmbH nach deutschem Recht vergleichbar.

Initialisiert wurde die SDIC im Jahr 2005 durch die Speymill Plc mit dem Geschäftszweck, in deutsche Wohnimmobilien zu investieren. Die Speymill Plc ist ebenfalls ein börsennotiertes Unternehmen, allerdings mit dem Geschäftszweck der Erbringung von immobilienbezogenen Dienstleistungen. Sowohl die SDIC als auch die Speymill Plc haben ihre Geschäftssitze auf der Isle of Man. Dafür dürften steuerliche Gründe ausschlaggebend gewesen sein.

Die Isle of Man – eine Insel in der Irischen See – ist als autonomer Kronbesitz (engl. crown dependency) direkt der britischen Krone unterstellt, jedoch weder Teil des Vereinigten Königreichs noch eine Kronkolonie. Sie stellt ein gesondertes Rechtssubjekt dar und ist nicht Teil der Europäischen Union. Die Isle of Man ist bekannt als Steueroase und Sitz von Offshoreunternehmen. Die Währung der Insel ist das britische Pfund.

Auf der Isle of Man gibt es keine Kapitalertragsteuer und keine Erbschaftsteuer und der Höchstsatz bei der Einkommenssteuer beträgt zwanzig Prozent. Eine allgemeine Körperschaftsteuer gibt es nicht, lediglich die Gewinne von Banken und örtlichen Immobilienfirmen werden mit 10 Prozent besteuert. Die Banken gewähren ihren Kunden ein sicheres Bankengeheimnis und Rechtsabkommen wie etwa fiskalische Auslieferungsabkommen bestehen lediglich mit England. Aus diesen Gründen ist die Isle of Man Sitz vieler Offshore-Gesellschaften, die hier einen Firmensitz unterhalten, um in den Genuß der Steuervorteile zu kommen. Die wirtschaftlichen Aktivitäten rund um das Offshore-Banking machen inzwischen mehr als die Hälfte des Bruttosozialproduktes der Insel aus. Unter anderem haben auf der Isle of Man etwa 100 Versicherungsgesellschaften ihren Sitz, die dort unter den Bedingungen völliger Steuerfreiheit operieren.²⁰¹

Die SDIC hatte zum Teil dieselben Investoren wie die Speymill Plc. Nach dem Börsengang im Frühjahr 2006 war die SDIC zunächst als Publikums-Aktiengesellschaft zu qualifizieren. So lag der Streubesitzanteil an den ausgegebenen Aktien im Jahr 2008 über 50 Prozent. In den beiden folgenden Jahren sank der Streubesitzanteil jedoch aufgrund von vermehrten Aktienkäufen institutioneller Investoren unter 30 Prozent.

Das Konzept der Initiatorin sah eine funktionale Gliederung für die Entwicklung der Unternehmensgruppe vor. Die deutschen Immobilien wurden in verschiedenen Objektgesellschaften gebündelt und in der SDIC zusammengeführt. Die Geschäftsführung für die SDIC wurde von den Initiatoren (Speymill Plc) über eine eigens zu diesem Zweck gegründete Managementgesellschaft (Speymill Property Managers Limited) gegen ein Entgelt (Management fee) bereit gestellt. Durch die Übernahme der Mehrheit (51 Prozent) an der deutschen GOAL Service GmbH im Jahr 2005 sicherte man sich die Dienste eines lokalen Investitionsberaters (Investment Advisor).

²⁰¹ Quelle: <http://www.steuerparadiese.info/10-1/3328/Isle-Man.html> .

VI.1.2 Investitionsphase

Initiator und Ideengeber der Gründung der SDIC war die Speymill Plc bzw. einer ihrer größten Gesellschafter. Die Transaktion folgte nicht dem klassischen Private Equity-Muster, bei dem der Börsengang lediglich eine Exitoption darstellt. Im Falle der SDIC wurde die Aktiengesellschaft bereits vor der Übernahme von Wohnimmobilienpaketen gegründet und mit Kapital ausgestattet. Es handelt sich hier also um börsennotiertes Eigenkapital, das für die Übernahme von Wohnimmobilien in Deutschland mobilisiert werden sollte. Insoweit ähnelt das Geschäftsmodell eher einem Immobilienfonds.

Das mittels des Börsengangs einzuwerbende Eigenkapital sollte mit Krediten auf etwa das Vierfache hochgehebelt werden. Eine feste Laufzeit war für die Gesellschaft nicht vorgesehen, jedoch sollten die Gesellschafter in einem Dreijahresrhythmus, erstmals 2012, regelmäßig über den Fortbestand der Gesellschaft beschließen. Das deutet auf eine opportunistische Orientierung der Investoren hin.

Der anvisierte Eigenkapitalbetrag von 125 Mio. Euro wurde mit dem erfolgreichen Börsengang der SDIC im März 2006 mit 250 Mio. Euro um das Doppelte übertroffen. Im April 2007 gelang es der SDIC an der London Stock Exchange weitere 250 Mio. Euro Eigenkapital in Form von Vorzugsaktien („C Shares“) einzuwerben. Vorübergehend gab es zwei verschiedene Klassen von Aktien, die „Ordinary shares“ und die C-shares. Beiden Aktienklassen waren unterschiedliche Teilportfolios zugeordnet, so daß auch die Gewinnentwicklung ganz unterschiedlich ausfallen konnte, je nachdem wie sich die Teilportfolios entwickeln. Später sind die beiden Aktiengattungen dann zusammengelegt worden. Die Gesellschaft hat vorübergehend einen wesentlichen Teil ihrer Managementkapazitäten in die Fusion der beiden Aktiengattungen gesteckt und dabei nach Einschätzung der Gutachter das operative Geschäft etwas aus den Augen verloren.

Die C-shares sind insoweit von Bedeutung, als sie sich eignen, um gezielt neues Eigenkapital für zusätzliche Akquisitionen einzusammeln. Mit den verschiedenen Aktienklassen können im Ergebnis Teilportfolios mit jeweils eigenen Aktionären abgegrenzt werden.

Am Finanzplatz London standen zu der Zeit als die SDIC sich an den Kapitalmarkt wandte Investments in deutsche Immobilien hoch im Kurs. Die großen Transaktionen mit deutschen Immobilien aus den vorangegangenen Jahren hatten die Aufmerksamkeit von kleineren Anlegern und Investoren geweckt. Die Möglichkeit der Aktienanlage in deutsche Wohnimmobilien kam den Zielen und Beschränkungen dieser Anleger nicht zuletzt wegen der geringen Mindestanlagebeträge und der raschen Liquidisierbarkeit der Investments besonders entgegen.

Trotz der gewählten Rechtsform der Aktiengesellschaft war die SDIC für sich genommen ein fokussiertes und damit risikobehaftetes Investment mit opportunistischem Charakter. Die Asset-Allokation war insoweit Sache der Anleger und ihrer Portfoliostrategie, die selbst für eine ausreichende Risikodiversifizierung sorgen mußten.

Die Portfoliostrategie von SDIC ist durch ihren Fokus auf kleine und mittelgroße Transaktionen charakterisiert (zwischen 5 und 25 Millionen Euro). Damit wollte man sich dem intensi-

veren Wettbewerb bei der öffentlichen Ausschreibung von Großportfolien entziehen. Man hoffte, gewissermaßen „unter dem Radarschirm durchschlüpfen“ zu können und auf diese Weise die Zahlung von Paketaufschlägen bei Transaktionen ohne großes öffentliches Aufsehen vermeiden zu können.

Die nachstehende Tabelle zeigt den Investitionsverlauf der SDIC vom März 2006 bis zum Juni 2007 für das erste Teilportfolio und den weiteren Investitionsverlauf bis April 2008 für das C-Portfolio.

Meldung SDIC	Investition Mio. €	Einheiten ges.	Bewertung €/m ²	Leerstand Einheiten	Leerstand Prozent
11.07.2006	136,7	2.450	811	233	9,5
17.07.2006	241,3	3.944	855	402	10,1
27.09.2006	429,3	8.034	799	558	6,9
23.10.2006	517,1	9.478	804	678	8,5
27.11.2006	574,2	10.532	804	828	7,9
14.12.2006	612,2	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.
28.12.2006	746,3	13.696	817	1.056	7,7
05.02.2007	866,3	15.937	814	1.116	7,0
16.03.2007	902,4	16.637	820	1.263	7,6
18.06.2007	925,4	16.955	829	1.277	7,5
C-Portfolio					
09.07.2007	k.A.	1.086	731	322	29,7
21.09.2007	k.A.	2.395	766	384	16,0
22.10.2007	220,1	3.954	766	592	15,0
09.01.2008	373	7.248	797	842	11,6
01.04.2008	589,6	10.686	842	995	9,3

Tabelle B-40: Investitionsverlauf der SDIC März 2006-Juni 2007

Quelle: SDIC News & Reporting, Regulatory News

Die SDIC hat innerhalb von knapp zwei Jahren über eine Reihe von Einzeltransaktionen annähernd 1,5 Milliarden Euro auf dem deutschen Immobilienmarkt investiert und dabei mehr als 26.000 Wohnungen erworben. Die durchschnittliche Bewertung der erworbenen Immobilien lag bei 828 €/m². Die Leerstandszahlen legen die Vermutung nahe, daß gezielt Immobilien mit hohem Leerstand erworben wurden und zwar in der Hoffnung, diesen mit geeigneten operativen Maßnahmen aktiv zu senken.

VI.1.3 Wohnungsbestand

Die räumliche Verteilung der erworbenen Immobilienbestände weist eine sehr breite Streuung auf. Die nachstehende Tabelle zeigt die Entwicklung der Verteilung der Einheiten (Wohnen und Gewerbe) über die einzelnen Bundesländer zwischen Ende 2006 und Mitte 2009. Die Strategie war offenbar, durch die räumliche Streuung eine Diversifizierung des Risikos bei der Investition herbeizuführen. Auf der anderen Seite dürfte ein derart weit gestreutes Portfo-

lio an manchen Standorten nicht die kritische Größe für eine effiziente Verwaltung und Bewirtschaftung haben. Ansätze zu einer Portfoliobereinigung (beispielsweise Verkauf von unwirtschaftlichem Streubesitz) wie bei anderen Finanzinvestoren haben die Gutachter bei der SDIC nicht feststellen können.

	08.12.06	30.06.07	30.06.08	30.06.09
Baden-Württemberg	166	282	462	441
Bayern	631	619	1.355	1.346
Berlin	938	1.391	2.039	1.868
Brandenburg	481	1.208	1.339	1.340
Bremen		483	526	566
Hamburg	588	533	487	485
Hessen	278	520	908	896
Mecklenburg-Vorpommern	333	544	868	894
Niedersachsen	2.628	2.519	3.614	3.583
Nordrhein-Westfalen	3.657	5.569	8.156	8.149
Rheinland-Pfalz			81	105
Saarland			63	101
Sachsen	1.260	2.270	4.273	4.356
Sachsen-Anhalt	276	396	1.530	1.563
Schleswig-Holstein		179	356	357
Thüringen		447	577	589
Summe	11.236	16.960	26.634	26.639

Tabelle B-41: Wohnungsbestand der SDIC nach Ländern

Quelle: SDIC News & Reporting, Company Reports

Diese ausgeprägte räumliche Diversifizierungsstrategie zeigt sich auch an der Verteilung der Einheiten in Nordrhein-Westfalen (siehe die nachstehende Tabelle). Die SDIC hat an mindestens 20 verschiedenen Standorten in NRW Immobilien ohne ausgeprägten räumlichen Schwerpunkt erworben. So wurden in Dortmund zwei Siedlungen mit 160 bzw. 250 Wohnungen, in Hagen und Hilden zwei bzw. drei Hochhäuser mit jeweils etwa 100 Wohnungen, in Köln 5 Hochhäuser mit 213 Wohnungen aus dem Baujahr 1972, in Sankt Augustin eine Siedlung aus dem Baujahr 1972 mit etwa 160 Wohnungen und in Leverkusen eine kompaktere Wohnanlage aus dem Jahr 1972 mit etwa 300 Wohnungen erworben. Die Verteilung der 680 Wohnungen in Düsseldorf ist noch kleinteiliger. Hier gibt es eine Gebäudezeile mit 80 Wohnungen. Der Rest der Wohnungen verteilt sich auf Innenstadt-, Innenstadtrandlagen und vereinzelt gibt es auch Häuser in Stadtteillagen.

	08.12.06	30.06.07	30.06.08	30.06.09
Bonn	110	110		
Dortmund	583	627	753	754
Duisburg	245	587		
Düsseldorf	357	435	683	679
Essen			753	753
Köln	269	314	651	651
Detmold, Gelsenkirchen, Hagen, Herten, Hilden, Lemgo, Leverkusen, Münster, Neuenrade, Oberhausen, Recklinghausen, Sankt Augustin, und andere	2.093	3.496	5.316	5.312
NRW gesamt	3.657	5.569	8.156	8.149

Tabelle B-42: Verteilung des Wohnungsbestands der SDIC in NRW

VI.1.4 Bestandsentwicklung

Die von der SDIC erworbenen Immobilien hatten zum Zeitpunkt des Ankaufs einen durchschnittlichen Leerstand im oberen einstelligen Prozentbereich. Im Juni 2008 betrug der Leerstand bereits 12,1 Prozent und pendelte sich in den folgenden beiden Jahren bei über 14 Prozent ein. Die im Jahr 2005 mit dem Geschäftszweck – Verwaltung eigener und fremder Immobilien – gegründete GOAL Service GmbH hatte zum Ende des Jahres 2008 lediglich 8 Prozent der SDIC Wohnungen unter Verwaltung. *Der Wohnungsbestand wurde im Wesentlichen von externen Hausverwaltungen betreut.* Das ist ein ganz wesentlicher Unterschied im Vergleich zu den großen von Finanzinvestoren beherrschten Wohnungsunternehmen wie der Gagfah und der Deutschen Annington, die ihre Bestände selbst verwalten. Die SDIC hat es dagegen mit externen Verwaltern mit unterschiedlicher Produktivität und Unterschieden in der Qualität der Leistungserbringung zu tun. Hier sehen die Gutachter einen grundlegenden strategischen Fehler. Die SDIC hat gezielt überall Problembestände erworben, ohne über eigene dezentrale Management- und Verwaltungskapazitäten zu verfügen. Mit den externen Verwaltern ist die Performancewende beim größten Teil der übernommenen Immobilien aber nicht geglückt und das war auch nicht zu erwarten.

Die GOAL Service GmbH wurde im Juni 2008 von Speymill komplett übernommen. Etwa zur gleichen Zeit setzte die Organisationsentwicklung der GOAL Service GmbH mit der Gründung verschiedener aufgabenbezogener Tochtergesellschaften (Asset-Management, Property-Management, Reporting und Service) ein. In der Folge konnte bis zur Mitte des Jahres 2010 auch drei Viertel der Wohnungen unter Verwaltung genommen werden.

Der Ausbau der GOAL Service GmbH kann als der Versuch einer strategischen Korrektur angesehen werden. Bis zum Frühjahr 2008 lag der Fokus der Akteure auf der Akquisition und dem Aufbau des Immobilienbestands. Die negative Entwicklung der Auslastung des Wohnungsbestandes hat offenbar den Ausschlag für die Entwicklung einer eigenen Organisation

zur Bewirtschaftung der Immobilien gegeben. Die Akteure dürften erkannt haben, daß sie „näher bei den Immobilien“ sein müssen, um standortindividuelle Problemlagen gezielt adressieren zu können.

Die Verantwortlichen hatten ihren strategischen Fehler also durchaus erkannt, aber er ließ sich nicht über Nacht korrigieren. Es brauchte Zeit, um eine eigene, stärker zentralisierte Verwaltungsstruktur aufzubauen. Und während dieser Aufbauzeit lief das Investment operativ immer mehr aus dem Ruder. Für eine effiziente Eigenverwaltung war der Bestand am Ende nach Einschätzung der Gutachter räumlich immer noch zu breit gestreut. Bei den Leerstandsquoten wurde mit der Organisationsreform auch nicht mehr als eine Stabilisierung erreicht.

Im nachhinein kann man festhalten, daß der ursprüngliche Investmentansatz der SDIC von Anfang an widersprüchlich und nicht erfolgversprechend war. Erfolgsaussichten hätte dagegen eine räumliche Fokussierung der zu übernehmenden (Problem-) Bestände in Verbindung mit einer eigenständigen Verwaltung und Bewirtschaftung der übernommenen Bestände (um die Probleme zu beseitigen) geboten. Für einen auswärtigen Investor mit vergleichsweise geringer Marktkenntnis war der Investmentansatz der SDIC von Anfang an zum Scheitern verurteilt.

VI.1.5 Ankauffinanzierung

Die SDIC hat von den investierten 1,5 Milliarden Euro etwa 1,2 Mrd. Euro durch hypothekarisch besicherte Kredite finanziert. Das entspricht einem Fremdmittelanteil von 80 Prozent. Kreditnehmer waren die 90 Objektgesellschaften.

Die Kredite der verschiedenen Objektgesellschaften wurden in sechs Kreditvereinbarungen gebündelt. Zwei Kredite, abgeschlossen mit der DG HYP (Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG), hatten nur ein vergleichsweise geringes Volumen von 8 bzw. 10 Mio. Euro. Der größte Teil der Finanzierung wurde mit der niederländischen NIBC Bank vereinbart.

Die NIBC Bank ist eine Geschäftsbank mit Sitz in den Niederlanden. Die Bank wurde 1945 als niederländische Wiederaufbaubank gegründet, befindet sich aber seit dem Jahr 2005 im Besitz von Finanzinstituten und Private Equity-Fonds. Zu den Kerngeschäftsfeldern der NIBC Bank zählen unter anderem „Leveraged Finance“ (also gehebelte Unternehmenskäufe durch außenstehende Investoren) und Real Estate (also das Immobiliengeschäft und die Immobilienfinanzierung).

Ursprünglich wollte die NIBC Bank lediglich die Akquisitionsfinanzierung für die SDIC übernehmen und die Kredite auf mittlere Sicht weiterverbriefen. Dazu gründete die NIBC Bank die beiden Zweckgesellschaften MESDAG (Charlie) B.V. und MESDAG (Echo) B.V. Der wesentliche qualitative Unterschied zwischen den beiden Anleihen bestand darin, daß die

Echo-Anleihe schlechtere Bonitätsnoten aufwies als die meisten Tranchen der Charlie-Anleihe. Für alle Kredite wurden Financial Covenants vereinbart.

Weil es nur der Zweckgesellschaft MESDAG-Charlie gelang, Anleihen an der irischen Börse zu plazieren, wurden die restlichen SDIC-Kredite über einen sogenannten „Club Deal“ durch ein Bankenkonsortium refinanziert. Diese Finanzierung wurde im August 2008 zwischen der NIBC Bank, der Nord LB und der HSH Nordbank abgeschlossen. Man wird es als taktischen Erfolg der NIBC ansehen müssen, daß es in dieser schwierigen Lage unmittelbar vor Ausbruch der Finanzkrise gelang, noch zwei andere Banken ins Boot dieser risikoreichen Übernahmefinanzierung zu holen.

VI.1.6 Insolvenz der SDIC

Im Jahr 2008 hatte die SDIC die Investitionsphase abgeschlossen und war in die Phase der Organisationsentwicklung zur verbesserten operativen Steuerung ihres Immobilienportfolios übergegangen. Gleichwohl bewegte sich der Anteil der leerstehenden Wohnungen weiterhin auf einem kritischen Niveau.

Im Frühjahr 2010 beschlossen die Gesellschafter eine Reform der Gesellschaft. Die SDIC löste den Managementvertrag mit der Speymill Property Group auf und die GOAL Service GmbH wurde übernommen.²⁰² Diese Maßnahmen zielten auf die weitgehende Eingliederung der operativen Aufgaben ab. Die Gesellschafter der SDIC wollten der sich abzeichnenden existenzbedrohenden Krise durch mehr Kontrolle entgegenwirken. Der laufende Geschäftsbetrieb wurde mit einem Gesellschafterkredit sichergestellt.

Im Sommer 2010 stieg die LTV-Ratio über die kritische Schwelle, die Sondertilgungen auslöst. Für drei Kredite sank der Zinsdeckungsgrad (ICR) unter die in den Kreditverträgen vereinbarte Grenze und bei einem Kredit stellte sich eine Verletzung der Kennziffer Schuldendienstdeckungsgrad (DSCR) ein. Zur Heilung dieser Covenantverletzungen wäre eine Verbesserung der Einnahmen insbesondere durch eine Reduzierung des Leerstands erforderlich gewesen.

Im Herbst 2010 waren die finanziellen Ressourcen der SDIC erschöpft. Die Gesellschaft konnte die fälligen Kreditraten nicht mehr aufbringen. Das neue Management sah den einzigen Ausweg in der vollständigen Rekapitalisierung der Gesellschaft. Der Zahlungsausfall der SDIC führte im November 2010 zum Übergang der Objektgesellschaften unter Zwangsverwaltung. Als Folge wurde der Handel mit Aktien der SDIC an der Londoner Börse ausgesetzt. Von der Insolvenz waren ausschließlich die Objektgesellschaften betroffen. Der Wohnungsverwalter GOAL Service GmbH und die Aktiengesellschaft blieben handlungsfähig. Für den Vollzug des Eigentumsübergangs wurde ein Zeitraum von drei bis zwölf Monaten genannt.

²⁰² Als Gegenleistung für die vorzeitige Beendigung des Managementvertrages wurde neben einer Barabfindung der Übergang von zwei Objektgesellschaften zur Speymill plc vereinbart. Hierbei handelte es sich um die mit Krediten der DG HYP belasteten Objektgesellschaften. Diese wurden dann bei der späteren Zahlungsunfähigkeit nicht Gegenstand der Insolvenzmasse.

VI.1.7 Fazit

Die SDIC erscheint den Gutachtern in gewisser Weise wie ein Nachahmerprodukt. Die wesentliche Leistung bestand in der Kapitalakquise. Die Geschäftsidee orientierte sich an vermeintlich erfolgreichen Investitionen großer Private Equity-Häuser wie Fortress und Terra Firma am deutschen Wohnimmobilienmarkt. Man wollte neuen Anlegergruppen den Zugang zur Beteiligung an deutschen Wohnungsportfolios erschließen.

Offenbar hatte man aber die Geschäftsmodelle der Vorbilder nicht intensiv genug studiert. Die Erkenntnis, daß der Investitionserfolg wesentlich von der Effizienz und Qualität der Bewirtschaftung der Immobilien geprägt wird, kam den Initiatoren zu spät. Die Aufgabe, eine Performancewende bei einem räumlich derart breit gestreuten Portfolio mit nicht wenigen Problembeständen zu erreichen, war mit der organisatorischen Aufstellung der SDIC nicht zu bewältigen.

Der größte Teil der Speymill-Wohnungen (22.000 Wohneinheiten) wurde von Cerberus gekauft. Die restlichen Speymill-Wohnungen – das sogenannte „TOR-Portfolio“ – wurden an einen britischen Fonds veräußert. Die neuen Eigentümer stehen allerdings vor der gleichen Herausforderung, einen räumlich stark diversifizierten und aktiv zu bewirtschaftenden Wohnungsbestand übernommen zu haben.

VI.2 Tower Group

Tower Group A/S ist eine börsennotierte Immobilien-Aktiengesellschaft nach dänischem Recht. Tower wurde im Jahr 2006 durch die Übernahme eines Börsenmantels initialisiert. Im Zeitraum 2006-2008 hat die Gesellschaft ca. 575 Mio. Euro hauptsächlich in den deutschen Immobilienmarkt investiert. Der Fremdmittelanteil an der Finanzierung lag bei über 90 Prozent. Die Senior-loans (75-80 Prozent der Gesamtfinanzierung) wurden von deutschen Banken zur Verfügung gestellt. Der Bestand von ca. 700 Gewerbe- und etwa 9.300 Wohneinheiten verteilt sich zu 42 Prozent auf Berlin, zu 27 Prozent auf Wuppertal und zu 26 Prozent auf das übrige NRW.

Bereits 2009 war die Tower Group faktisch insolvent. Das gesamte Jahr über war die Gesellschaft mit der Kapitalrestrukturierung beschäftigt. Eine Kapitalherabsetzung und ein Forderungsverzicht sowohl der Junior-Gläubiger als auch der Anleihegläubiger ermöglichen im Frühjahr 2010 den Einstieg eines neuen Mehrheitsaktionärs, einer privaten niederländischen Beteiligungsgesellschaft.

Trotz neuer Finanzmittel und mehrerer Gesellschafterkredite gelang es dem Unternehmen nicht, die krisenhafte Entwicklung umzukehren. Seit dem dritten Quartal 2011 befindet sich etwa die Hälfte des Immobilienbestandes der Gruppe unter Zwangsverwaltung.²⁰³ Für den restlichen Teil ihres Bestandes sucht die Tower Group A/S einen Käufer.

Schon vor der Teilinsolvenz erwies sich die Tower Group mancherorts als problematischer Vermieter. So waren in Bochum-Laerheide die Betriebskostenabrechnungen der Tower Wohnen Management GmbH als Hausverwalterin für 2009 in vielen Fällen fehlerhaft: „Bei jeder zweiten Position wechselte der Verteilerschlüssel. Mal war es das Haus, mal die ganze Liegenschaft – und manchmal auch beides zugleich. 2010 wurden Aufzugskosten auf alle Mieter umgelegt, obwohl manche gar keinen Aufzug haben.“

Quelle: MieterForum Ausgabe Bochum 7 Hattingen I/2012, S. 6

Die Anfänge der Tower Group reichen in das Jahr 2006 zurück. Im Oktober 2006 übernahm Hebojama ApS²⁰⁴ die Mehrheit an einem börsennotierten Hersteller von Büromöbeln (SIS International A/S). Gesellschafter der Hebojama waren vier dänische Immobilienkaufleute.²⁰⁵ Die neuen Eigentümer änderten den Geschäftszweck, benannten die Gesellschaft in Tower Group A/S um und machten einen ihrer Vertreter zum CEO der Gruppe.²⁰⁶ Die mit der Büro-

²⁰³ Angeordnet vom Amtsgericht Berlin Charlottenburg. Der insolvente Teil des Bestandes wird verwaltet von: G.I.A.M. mbH - <http://www.giam-immo.de/> und TREUREAL GmbH - <http://www.treureal-online.de/>. Der Rest des Bestandes wird verwaltet von: alt+kelber Immobiliengruppe GmbH - <http://www.altundkelber.de/>.

²⁰⁴ ApS steht für eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dänischem Recht.

²⁰⁵ Mads Richardt, Jan Procida, Bo Holm Hansen und Henrik Nissen.

²⁰⁶ Mads Richardt (bis Oktober 2008).

möbelherstellung verbundenen Unternehmensteile wurden in der Folge verkauft. Das legt die Vermutung nahe, daß die neuen Eigentümer nur an dem Börsenmantel interessiert waren.

Die Initiatoren der Tower Group beabsichtigten den Aufbau eines deutschen Wohnimmobilienportfolios, das durch Investitionen auf ausgewählten osteuropäischen Immobilienmärkten ergänzt werden sollte. Die Attraktivität des deutschen Wohnimmobilienmarktes als Investitionsziel wurde mit dem Bewertungsgefälle im Vergleich zu anderen europäischen Märkten und dem anziehenden Wirtschaftswachstum in Deutschland begründet. Das zusätzlich benötigte Eigenkapital wurde bis zum Sommer 2008 durch mehrere Kapitalerhöhungen über die dänische Börse unter Wahrung der Kontrolle der vier Initiatoren eingeworben. Bereits im Herbst 2007 wurde eine nachrangige Unternehmensanleihe über 300 Mio. DKK (etwa 40 Mio. Euro) mit vierjähriger Laufzeit und einer Verzinsung von 8,5 Prozent begeben.

Die Gesellschaft investierte bis zum Jahresende 2008 576 Mio. Euro überwiegend in Wohnimmobilien (siehe die Tabelle). Zum Zwecke der Steigerung der Eigenkapitalrendite wurden die Investitionen mit einem 95-prozentigen Fremdkapitalanteil finanziert. Damit schwebte das Kapitalstrukturrisiko wie ein Damoklesschwert über der Gruppe.

Der Fremdkapitalanteil von umgerechnet etwa 550 Mio. Euro wurde zu drei Vierteln in Form von Senior loans von 5 deutschen Banken mit Laufzeiten zwischen 7 und 10 Jahren und variabler Verzinsung bereitgestellt. Das Zinsänderungsrisiko aus diesen Krediten wurde mit einem Zinsswapgeschäft kompensiert. Das restliche Fremdkapital wurde in Form von nachgeordneten Junior loans von 6 dänischen Banken zur Verfügung gestellt.

Die Darlehen waren mit den Immobilienbeständen der Tower Group besichert. Im Falle eines Zahlungsausfalls hätten zunächst die Ansprüche aus den Senior loans erfüllt werden müssen. Darauf folgen im Rangverhältnis die Ansprüche aus den Junior loans und schließlich die nachrangigen Ansprüche der Anleihegläubiger. Deren höhere Risikoexposition spiegelte sich in dem vergleichsweise hohen Zinsniveau der Anleihe wider.

Andere Investoren

Standorte	Einheiten gesamt	Einheiten Gewerbe	Einheiten Wohnen	Kaufpreis €/m ²
Berlin	2.169	36	2.133	682
Wuppertal	760	45	715	775
Kassel	215		215	586
Marburg, Gießen, Hannover und Duisburg	384		384	784
Summe zum 31.12.2006	3.528	81	3.447	
Berlin	2.263	62	2.201	678
Wuppertal	762	55	707	771
Düsseldorf	76	9	67	1.343
Bochum	255		255	819
Duisburg	105		105	829
Gießen	145		145	771
Hannover	36		36	805
Kassel	215		215	573
Marburg	99		99	727
Oberhausen	102		102	876
Remscheid	44		44	711
Wülfrath	62		62	770
Summe zum 30.06.2007	4.164	126	4.038	
Berlin	3.209	146	3.063	781
Wuppertal	2.041	159	1.882	840
Düsseldorf	212	30	182	1.234
Köln	112	8	104	1.451
Bochum	255		255	819
andere deutsche Orte	1.160	29	1.131	761
Polen	34	8	26	941
Summe zum 31.12.2007	7.023	380	6.643	
Berlin	3.801	205	3.596	791
Wuppertal	2.659	235	2.424	841
Düsseldorf	348	54	294	1.225
Köln	248	27	221	1.516
Bochum	255		255	821
andere Orte	1.895	119	1.776	864
Summe zum 30.06.2008	9.206	640	8.566	
Berlin	4.263	225	4.038	812
NRW	5.014	437	4.577	911
andere	648	11	637	673
Summe zum 31.12.2008	9.925	673	9.252	

Tabelle B-43: Investitionsverlauf der Tower Group A/S

Anfang des Jahres 2009 war die Investitionsphase abgeschlossen. Von da an wurden lediglich noch die Immobilien übernommen, für die bereits vorher Kaufverträge abgeschlossen worden waren.

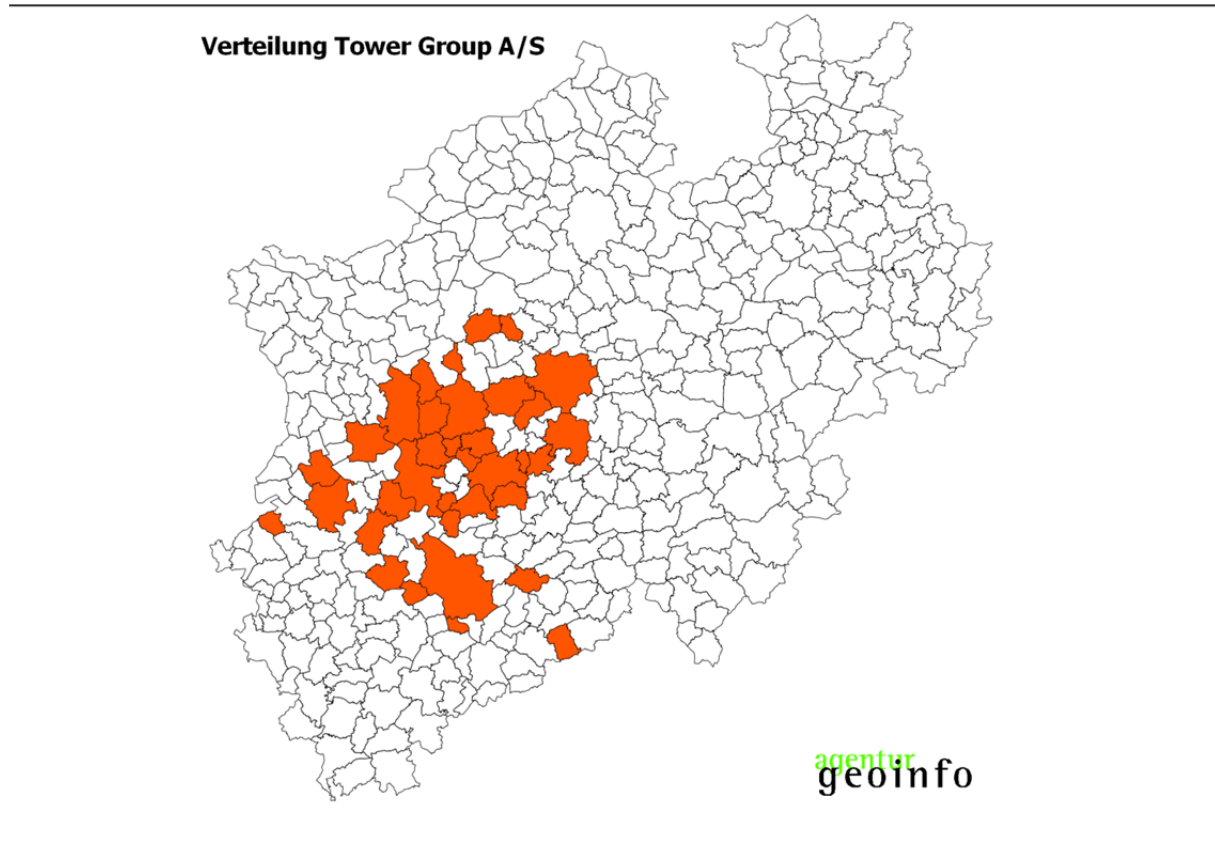


Abbildung B-36: Bestandsverteilung der Tower Group in NRW

Die Tower Group ist organisatorisch und von der Wertschöpfungstiefe her kein klassisches Wohnungsunternehmen. Das Management der Gruppe übernahm die von den Initiatoren gegründete Tower Management A/S, die über zwei Niederlassungen in Berlin und Wuppertal verfügte. Die Verwaltung der Immobilien wurde an verschiedene externe Hausverwaltungsgesellschaften vergeben (Curanis Wohnimmobilien GmbH, Alpha NRW GmbH und andere).

Noch im Jahr 2008 mußte die Tower Group einräumen, daß ihre Geschäfte keinen uneingeschränkt positiven Verlauf nahmen. Auf den enttäuschenden Geschäftsverlauf reagierte die Geschäftsführung mit einer Revision der Strategie der Gesellschaft. Zunächst wurde der Vertrag mit der Tower Management A/S gelöst und die Tower Group A/S selbst übernahm die Mitarbeiter in Dänemark sowie die Niederlassungen in Deutschland. Weitere Maßnahmen waren auf eine verbesserte Unternehmenssteuerung gerichtet. Ein neues EDV-System sollte mehr Transparenz schaffen und die Reaktionszeiten der Organisation verkürzen. Einzelne Aufgaben, die bislang von Dänemark aus wahrgenommen worden waren, wurden nach

Deutschland verlagert. Außerdem wurde die Verwaltung des größten Teils der Immobilienbestände in die eigene Gesellschaft integriert. Zu diesem Zweck wurden auch Unternehmensanteile an einer Verwaltungsgesellschaft übernommen. Von dem Verwalter Curanis trennte man sich, weil er die Erwartungen nicht erfüllt hatte. Eine Schadensersatzklage lief wegen der Insolvenz dieses Verwalters aber ins Leere. Alles in allem zielten die Maßnahmen darauf ab, die direkte Kontrolle des Managements auf allen Prozeßstufen herzustellen, um schneller und angemessener auf Fehlentwicklungen reagieren zu können. Das war natürlich ein unfreiwilliges Eingeständnis der Tatsache, daß die Organisation zunächst nicht richtig aufgestellt worden war, um ihre Aufgaben bewältigen zu können.

Die während der Investitionsphase der Gesellschaft verfolgte Strategie, sich für die Bewirtschaftung externer Hausverwalter zu bedienen, erwies sich als derart störanfällig und ineffizient, daß sie aufgegeben werden mußte. Die Gesellschaft mußte im Nachgang selbst die Prozesse zur Steuerung und Verwaltung des Portfolios entwickeln und optimieren, um überhaupt genügend Einnahmen zur Bedienung ihrer Verpflichtungen zu generieren. Dabei richtete sich das Handeln der Geschäftsführung an dem Ziel aus, die Rentabilität der Gesellschaft wieder herzustellen. Als die zentralen Probleme wurden der permanent zunehmende Leerstand und die erheblichen Mietausfälle angesehen.

Die Leerstände sind nach Einschätzung der Gutachter vielerorts auf Schwächen in der Bewirtschaftung der übernommenen Bestände zurückzuführen. So belief sich der Leerstand in Wuppertal Ende 2010 trotz einer räumlich weit gestreuten Verteilung der Immobilienbestände auf über 17 Prozent. In Düsseldorf war die Gruppe nicht an schwierigen Standorten investiert und trotzdem lag der Leerstand mit gut 7 Prozent erheblich über dem städtischen Durchschnitt.

Die Bewirtschaftung des Tower-Bestandes wurde vermutlich durch seine kleinräumige Verteilung zusätzlich erschwert. Im Unterschied zu den großen Private Equity-Häusern hat Tower vielfach einzelne Objekte von privaten Eigentümern gekauft. Das Ergebnis ist eine Art Streusandbüchse wie in Wuppertal, wo es kaum zusammenhängende Bestände gibt. Eine derartige Struktur verursacht erfahrungsgemäß höhere Transaktions- und Verwaltungskosten und sie schafft Abhängigkeiten im Bezug auf die Umfeldentwicklung, wobei bei Problemen kaum durch Umfeldinvestitionen gegengesteuert werden kann. Professionelle Investoren streben daher in der Regel nach dem Erwerb von größeren Grundstücksclustern.

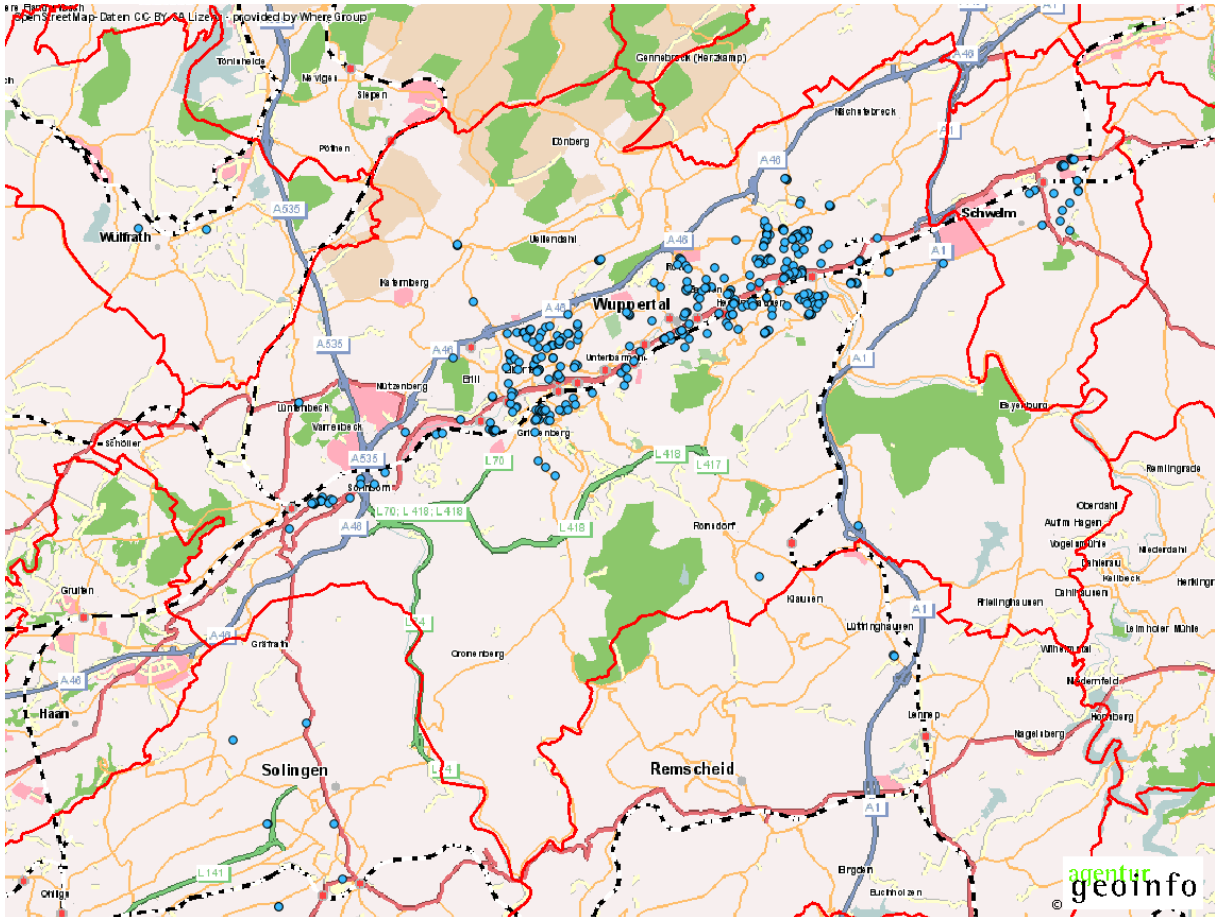


Abbildung B-37: Bestandsverteilung der Tower Group in Wuppertal

Eine nachhaltige Konsolidierung der Gesellschaft ist dem Management nicht gelungen. Die Liquidität konnte im Jahr 2009 nur durch einen kurzlaufenden Liquiditätskredit einer dänischen Bank sicher gestellt werden. Ohne weiteres Eigenkapital war der Fortbestand der Gesellschaft bereits zu diesem Zeitpunkt nicht mehr gewährleistet. Der Zugang zum Kapitalmarkt war aber wegen der Finanzkrise und der Performanceprobleme der Gesellschaft versperrt.

Schon Mitte und Ende 2009 kam es zu einem Bruch der Covenants in Bezug auf drei Senior loans. Die dänischen Banken forderten die Senior lender auf, still zu halten, solange Zins- und Tilgungszahlungen noch erfolgen. Mit einer Vereinbarung wurden die Covenant-Tests für einen begrenzten Zeitraum ausgesetzt.

Davon abgesehen gab es ständige Auseinandersetzungen zwischen der Tower Group und den Senior lendern über die Höhe der vereinbarungsgemäß zu hinterlegenden Barsicherheiten. Die Höhe dieser Barsicherheiten war abhängig vom Wert der Immobilien und über die Bewertung gab es unterschiedliche Auffassungen, die in unterschiedlichen Vorstellungen über die Abgrenzung von werterhöhenden Modernisierungsmaßnahmen und bloßen Instandsetzungsmaßnahmen wurzelten.

In dieser schwierigen Lage sollte neues Eigenkapital im Wege einer Restrukturierung der Kapitalbasis gewonnen werden. Den verschiedenen Kapitalgebern wurden Handlungsoptionen unterbreitet, die im Ergebnis auf eine Verschlechterung ihrer Haftungsposition hinausliefen. Die Gläubiger der Unternehmensanleihe und die dänischen Banken sollten einen Teil ihrer Forderungen in Aktienkapital umwandeln. Den Aktionären wurde ein Kapitalschnitt angeboten, also eine nominelle Kapitalherabsetzung verbunden mit einer effektiven Kapitalerhöhung. Man konnte dieses Angebot als ein zartes Signal der Gruppe interpretieren, daß sie einen neuen Mehrheitsgesellschafter sucht.

Im Februar 2010 gelang die Restrukturierung. Neuer Mehrheitsaktionär wurde die BXR Tower B.V. mit 57,41 Prozent des Aktienkapitals.²⁰⁷ Als weitere neue Gesellschafter traten hinzu:

- mit einem Anteil von 7,82 Prozent Finansielt Stabilitet A/S, ein Staatsunternehmen für die Sicherung des dänischen Finanzsystems
- mit einem Anteil von 7,52 Prozent, Alm. Brand A/S, ein dänisches Versicherungsunternehmen
- mit einem Anteil von mit 5,3 Prozent EIK Bank A/S, eine dänische Bank²⁰⁸

Nach der Kapitalrestrukturierung waren die Anteile der Initiatoren am Aktienkapital der Gruppe überwiegend unter ein Prozent gefallen.

Die neuen Eigentümer besetzen im März 2010 den Aufsichtsrat neu. Vier der sechs Aufsichtsräte wurden von BXR Tower und einer von den dänischen Banken bestimmt. Zum Jahresende 2010 wurde erneut die Geschäftsführung ausgewechselt.

Während des gesamten Jahres 2010 war die Gesellschaft mit der Organisationsentwicklung beschäftigt. Der Leerstand im Wohnungsbestand wuchs weiter an, weil die notwendigen finanziellen Mittel fehlten, um leerstehende Wohnungen durch kleinere Investitionen wieder marktfähig zu machen. Erst im letzten Quartal des Geschäftsjahres 2010 gelang die Trendumkehr bei den Leerstandzahlen.

Die Tower Group benötigte aber auch im Jahr 2011 wiederholt Liquiditätsinjektionen von außen, um ihren Fortbestand zu gewährleisten. Die neue Mehrheitsgesellschafterin stellte der Gruppe mehrfach kurzfristig Liquidität zur Verfügung. Deren Bereitschaft zu weiteren Liquiditätsspritzen war allerdings an eine nachhaltige Vereinbarung mit den Senior lendern geknüpft.

Eine Einigung konnte jedoch nur vorübergehend erzielt werden. Man einigte sich auf die zeitweilige Aussetzung von Tilgungszahlungen bei gleichzeitiger Entwicklung eines Sanierungsplans durch einen externen Wirtschaftsprüfer. Im Juli 2011 wurden die Verhandlungen

²⁰⁷ Hinter der BXR Tower B.V. steht die niederländische BXR Real Estate Investment B.V., die wiederum zur BXR Group, einer privaten Beteiligungsgesellschaft, gehört.

²⁰⁸ Diese befindet sich wegen riskanter Immobilienfinanzierungen seit September 2010 in der Abwicklung.

mit der Hessen-Thüringischen Landesbank beendet und für zwei der Objektgesellschaften (Tower 1 Immobilien dritte GmbH und Tower 1 Immobilien fünfte GmbH) wurden Insolvenzanträge gestellt. Die beiden Objektgesellschaften repräsentierten 27 Prozent des gesamten Immobilienbestandes. Im folgenden Monat scheiterten auch die Verhandlungen mit der Berlin Hyp und in der Folge wurden für zwei weitere Objektgesellschaften (Tower 1 Immobilien zweite GmbH und Tower 1 Immobilien vierte GmbH) Insolvenzanträge gestellt. Das betraf weitere 25 Prozent des gesamten Immobilienbestandes der Gruppe.

Die Verhandlungen mit den restlichen Banken waren bis zum Oktober 2011 noch nicht abgeschlossen. Ein Darlehen der HypoVereinsbank konnte durch den Verkauf der Objektgesellschaft (Tower 1 Immobilien neunte GmbH) bereits im Frühjahr 2011 abgelöst werden.

Als Folge der Teil-Insolvenz verlor die Tower Group A/S die Kontrolle über mehr als die Hälfte des Immobilienvermögens. Die beiden Niederlassungen in Berlin und Wuppertal wurden im November 2011 aufgelöst und für die restlichen Objektgesellschaften sucht die Tower Group A/S einen Käufer.

Die nachstehende Tabelle zeigt die Verteilung der Liegenschaften und die Liegenschaften unter Zwangsverwaltung in Nordrhein-Westfalen. Darüber hinaus kann der Tabelle die durchschnittliche Miete pro Quadratmeter und der Leerstand bezogen auf den jeweiligen Standort entnommen werden.

Standort	Anzahl Liegenschaften	Liegenschaften unter Zwangsverwaltung	Durchschnittl. Miete Ende 2010 pro m ²	Leerstandsquote Ende 2010
Bergheim	1	0	6,88 €	5,0%
Bochum	23	20	3,64 €	25,4%
Dortmund	6	0	4,93 €	20,0%
Duisburg	26	8	4,52 €	11,9%
Düsseldorf	27	18	6,58 €	7,2%
Eitorf	3	0	5,58 €	9,5%
Ennepetal	3	2	4,02 €	22,5%
Essen	5	4	5,25 €	33,3%
Frechen	1	0	8,67 €	0,0%
Gladbeck	6	2	5,94 €	9,4%
Grevenbroich	1	0	k.A.	k.A.
Hagen	2	1	3,83 €	21,4%
Heiligenhaus	2	2	5,50 €	8,5%
Hilden	4	1	5,21 €	22,2%
Köln	35	17	7,49 €	14,2%
Krefeld	23	4	4,97 €	18,2%
Langenfeld	4	4	5,69 €	4,8%
Marl	1	1	4,22 €	26,5%
Mönchengladbach	8	0	3,28 €	31,9%
Mülheim an der Ruhr	4	2	k.A.	k.A.

Andere Investoren

Neuss	4	0	5,11 €	9,4%
Oberhausen	8	8	2,84 €	41,4%
Oer-Erkenschwick	1	0	k.A.	k.A.
Overath	2	0	k.A.	k.A.
Ratingen	1	0	7,95 €	14,3%
Remscheid	2	2	4,50 €	12,1%
Schwelm	25	23	k.A.	k.A.
Solingen	8	5	4,81 €	11,3%
Velbert	1	1	5,07 €	30,8%
Viersen	1	1	6,26 €	0,0%
Wassenberg	2	0	2,54 €	50,0%
Wesseling	3	0	6,68 €	5,3%
Witten	4	4	k.A.	k.A.
Wülfrath	2	2	k.A.	k.A.
Wuppertal	342	291	4,50 €	17,4%

Tabelle B-44: Bestandsverteilung der Tower Group in NRW

Bei der Tower Group handelt es sich trotz der Branchenverbundenheit der ursprünglichen Initiatoren um einen wenig professionellen Investor, der in einer späten Phase des Übernahmemyklus auf den fahrenden Zug aufspringen wollte. Die Investmentthese (Wertaufholungspotential des deutschen Marktes, Wachstumspotential der deutschen Wirtschaft) war ebenso unoriginell wie undifferenziert. Man folgte der Herde von Investoren, die die verlockenden Investitionsmöglichkeiten in Deutschland nicht verpassen wollten. Die vier dänischen Immobilienkaufleute zogen es aber vor, an dem vermeintlichen deutschen Immobilienboom mittels eines selbstgebauten Vehikels partizipieren zu wollen. Außerdem haben sie mittels ihrer Investitionsstrategie vielerorts Streubesitzstrukturen geschaffen, deren effiziente Verwaltung bekanntlich eine besondere Herausforderung darstellt. Die Fehler, die diese Investoren gemacht haben, sind nach Einschätzung der Gutachter nicht untypisch für bislang national orientierte Investoren, die sich auf ausländische Märkte vorwagen. Eine ironische Pointe in diesem Zusammenhang ist das Engagement deutscher Banken auf der Fremdkapitalseite.

Der strategische Ansatz der Initiatoren der Tower Group war einseitig und unflexibel. Die bestandsbezogenen Verwaltungsprozesse hielten die Tower-Initiatoren trotz der räumlichen Streuung der von ihnen gekauften Bestände nicht für erfolgskritisch. Es handelte sich vom Ansatz her um reine Discount deals ohne Performance Management-Elemente. Man hatte offenbar den Markt nicht gründlich genug studiert, um zu realisieren, daß die Wiedervermietungs Aussichten frei werdender Wohnungen von der Qualität der Verwaltungsprozesse abhängen könnten. Statt der erhofften anstrengungslosen Wertsteigerungen sah man sich im Vollzug dann mit leerstandsbedingt sinkenden Mieteinnahmen konfrontiert.

Das zweifelhafte Geschäftsmodell aus der Startphase konnte unter kritischen Bedingungen nicht rasch genug korrigiert werden. Zum Jahresende 2010 wies ein großer Teil des Bestandes einen höheren Leerstand auf als zum Investitionszeitpunkt. Der hohe Fremdfinanzierungsan-

teil in Verbindung mit den vereinbarten Financial covenants erwies sich als nicht streßresistent. Als die operative Performance hinter den Erwartungen zurückblieb, geriet die Gruppe unmittelbar in Liquiditätsnöte und zudem in Konflikte mit den wegen der inzwischen ausgebrochenen Finanzkrise nervös gewordenen Gläubigern. Den in der Not ergriffenen Reorganisationsmaßnahmen blieb viel zu wenig Zeit, um Wirkungen zu zeitigen.

VI.3 WVB Centuria

Die Centuria tritt an den Wohnungsmärkten in doppelter Funktion auf. Zum einen operiert sie als Asset Management-Anbieter (WVB Centuria GmbH) mit Türöffner- und Pufferfunktion für Immobilienanleger. In dieser Rolle wird sie auch für Aufkäufer notleidender Immobilienkredite und Zwangsverwalter tätig. Ihre Kernkompetenz sieht die Centuria im Asset Management von mit Ertragserwartungen überladenen Immobilien.

Die andere Rolle der Centuria ist die des Fondsinitiators: Centuria Capital SAS akquiriert anlagebereites Offshore-Kapital für Immobilieninvestitionen in Deutschland und an anderen Standorten. Dabei kommt ihr ein gut ausgebautes Netzwerk an internationalen Geschäftskontakten zugute.

Oft nimmt die Gruppe auch beide Rollen gleichzeitig wahr: Die Centuria Capital legt Fonds auf, die von der WVB Centuria gemanagt werden.

Das Geschäftsmodell der Centuria erscheint in sich widersprüchlich, weil sie als Fondsinitiator zumindest in Deutschland relativ erfolglos agiert, während sie ihre Asset Management-tochter als „Problem fixer“ für eben solche Fälle anpreist. Ausgerechnet diese Tochter war aber bei den fehlgeschlagenen Investments meistens mit dem Asset Management betraut, ohne daß sich irgendwo Turnaround-Perspektiven auftun würden.

Der Asset Manager der Gruppe, die WVB Centuria GmbH ist eine Immobilienverwaltungs- und Asset Management-Gesellschaft mit Geschäftssitz in Berlin. In den Regionen Berlin, Ostdeutschland und Nordrhein-Westfalen bewirtschaftet die WVB Centuria etwa 25.000 Wohnungen. Hierin enthalten sind etwa 2.000 Wohnungen in Nordrhein-Westfalen, mit den Schwerpunkten Düsseldorf und Neuss. Diese Wohnungen werden für Immobilieninvestoren von der arabischen Halbinsel verwaltet. Die WVB Centuria bietet Immobiliendienstleistungen sowohl für verbundene Unternehmen als auch für Dritte an.

Die Gründung der WVB Centuria geht auf das Jahr 2000 zurück. Die Gesellschaft wurde seinerzeit unter dem Namen WVB Wohnpark Verwaltungs- und Betreuungsgesellschaft mbH bei der Übernahme von mehr als 5.200 Wohnungen in Berlin-Hellersdorf durch den US-amerikanischen Pensionsfonds Lone Star Funds gegründet. Die WVB Wohnpark Verwaltungs- und Betreuungsgesellschaft betreute zunächst die Hellersdorfer Wohnungen und modernisierte sie für 125 Mio. Euro. Nach einem Gesellschafter- und Namenswechsel im Jahr 2006 expandierte das Unternehmen unter dem Namen WVB Centuria nach West- und Ostdeutschland.

<p>Lone Star Funds ist eine global agierende Investmentgesellschaft, die besonders auf dem Gebiet des Ankaufs und der anschließenden Verwertung von notleidenden Kreditpaketen aktiv ist. So übernahm ein Lone Star Fonds im Jahr 2003 die mit der Wohnsiedlung in Düsseldorf-Hassels besicherten Kredite von der insolventen Vorgesellschaft.</p>
--

Die französische Centuria Capital SAS²⁰⁹ mit Sitz in Paris hat im Jahr 2006 die Gesellschaftsanteile der WVB Centuria übernommen. Die Centuria Capital ist eine Investmentgesellschaft, die grenzüberschreitende Anlagemöglichkeiten für anlagesuchendes Kapital entwickelt, darunter auch Immobilienanlagen. Die Gesellschaft unterhält zum Zwecke der Akquisition und Betreuung von Investoren diverse Niederlassungen in Europa, dem Nahen Osten, in Nordafrika und Ostasien. Die auf Deutschland bezogenen Immobilienaktivitäten sind bei der Berliner Niederlassung WVB Centuria GmbH gebündelt.

Der Gesellschafterwechsel im Jahr 2006 ging einher mit dem Verkauf mehrerer Immobilienportfolien durch zwei Lone Star Fonds an Immobilienfonds, die Centuria Capital zusammen mit einem Partner aufgelegt hatte. Sinn und Zweck der Übernahme der WVB Centuria GmbH durch die Centuria Capital war die Möglichkeit des Rückgriffs auf eine eigenes Asset Management für die in diesen und anderen Immobilienfonds enthaltenen Immobilien.

Der Aufgabenumfang des Asset Managements geht über eine bloße Immobilienverwaltung (Property Management) weit hinaus. Während der Property Manager mehr passiver Verwalter ist, verfolgt der Asset Manager einen Optimierungsansatz. Auf der Grundlage einer grundsätzlichen Übereinkunft mit den Eigentümern über die Investitionsziele geht die operative Verantwortung weitgehend auf den Asset Manager über. Er macht den Eigentümern aktiv Vorschläge zur betriebswirtschaftlichen Optimierung der betreuten Objekte während ihres gesamten Lebenszyklus, z.B. durch Modernisierungsmaßnahmen und er macht auch Vorschläge zum Exit. Der Eigentümer ist dabei in einer eher passiven Rolle. Er kann die ihm unterbreiteten Vorschläge akzeptieren oder ablehnen. Das Prinzipal-Agent-Problem in dieser Beziehung ist nicht zu unterschätzen.

Die Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung GIF hat den Begriff des Asset Managements wie folgt definiert: Anlagenorientiertes Immobilien-Asset-Management ist das strategische ergebnisorientierte Vermögens-/ Wertschöpfungsmanagement eines Immobilienbestandes auf Einzelobjektebene im Interesse des Eigentümers.

Der Fokus des Asset Managements liegt auf Wertsteigerungen durch Aktivierung der verschiedenen Werthebel. Eine wichtige Aufgabe des Asset Managers ist die regelmäßige Zusammenfassung, Auswertung und Übermittlung von in Form von Kennzahlen aufbereiteten Daten in einem vorher vereinbarten Umfang an den Auftraggeber.

Bei der Centuria besteht eine enge Verflechtung zwischen den Objektgesellschaften und dem Asset Management, das sich bei diversen Objektgesellschaften auch in einer personalen Identität der Geschäftsführer mit denen des Asset Managers WVB Centuria GmbH widerspiegelt.

²⁰⁹ Die Rechtsform SAS ist eine Aktiengesellschaft in vereinfachter Form nach französischem Recht und entspricht etwa der kleinen Aktiengesellschaft nach deutschem Recht.

Die Centuria ist an bestimmten Standorten ein besonders auffälliger Vermieter, wobei die Vorfälle in den von der WVB Centuria verwalteten Objekten weit über das „normale Maß“ hinaus gehen.

In Düsseldorf-Hassels verwaltet die WVB Centuria GmbH mit minimalem Personaleinsatz etwa 1.400 Wohnungen mit einer multiethnischen Bewohnerschaft für arabische Fondsinvestoren. Die Haustechnik in den Objekten ist überaltert. Während der Heizperiode kommt es regelmäßig zu tagelang anhaltenden Ausfällen der Heizung. Auch die in die Jahre gekommenen Aufzugsanlagen sind sehr störanfällig. In zwei Hochhäusern gab es wiederholt durch Brandstiftung verursachte Löscheinsätze der Feuerwehr. Die Brandstiftungen wurden dadurch erleichtert, daß die Verschließbarkeit der Haustüren wegen eines technischen Defektes nicht gewährleistet war. Es hat mitunter Wochen gedauert, bis die Aufzüge in den 16-Geschossern wieder funktionsfähig waren. Mieter mit Mobilitätsbeschränkungen haben darunter naturgemäß besonders gelitten.

Nach dem Brand an der Potsdamer Straße 45 wurden 22 Mietparteien wegen der desolaten Zustände auf Kosten der Wohnungsverwaltung Centuria vorübergehend in einem benachbarten Hotel untergebracht.²¹⁰

Seit 2009 wurden in dem Objekt 23 Brände gezählt.

Der Zustand des Objekts wurde so beschrieben: „Die Wände sind schwarz. Hier und da klafft ein Loch, aus dem Stromleitungen baumeln. Der beißende Geruch von Ruß dringt in die Nase, sobald man das Treppenhaus des Hochhauses an der Potsdamer Straße 45 betritt. Vergangene Woche hat es dort wieder einmal gebrannt, diesmal im obersten Stockwerk. Die Wohnumgebung, die schon vorher heruntergekommen war, ist jetzt auch noch zusätzlich zerstört. Trotzdem sind die ausgesiedelten Bewohner größtenteils schon wieder zurückgekehrt. Vielen bleibt keine andere Wahl.“

Die oberen Etagen und auch der Keller werden von Obdachlosen und Drogenabhängigen häufig als Aufenthalts- und teilweise als Schlafräume genutzt. Dort mischt sich der Ruß-Geruch mit dem von Urin.²¹¹

Das Schlimmste sei aber die Angst vor einem neuen Feuer wurde eine Mieterin zitiert.²¹²

²¹⁰ <http://www.derwesten.de/staedte/duesseldorf/Hochhaus-Bauaufsicht-setzt-Frist-id4912234.html> .

²¹¹ <http://www.rp-online.de/region-duesseldorf/duesseldorf/stadtteile/sueden/konzept-fuer-hassels-gefordert-1.1341834> .

²¹² <http://www.derwesten.de/staedte/duesseldorf/94-Jaehrige-nach-Brand-im-Hochhaus-in-Duesseldorf-gefangen-id4907905.html> .

Den Gesamteindruck der Siedlung in Hassels-Nord gibt folgende Schilderung wieder²¹³:

Müllberge türmen sich vor den Häusern. Scheiben sind eingeschlagen. Eine gute Seele hat unzählige Rattenfallen aufgestellt. Der Wohnpark rund um die Potsdamer- und die Fürstenberger Straße in Hassels-Nord wirkt schmutzig und uneinladend.

Die Schilderungen von Sozialpastor Carsten Hilbrans übertreffen jede Erwartung: Ein Mann im Rollstuhl sei für drei Wochen in seiner Wohnung gefangen gewesen. Ein defekter Aufzug war Schuld – wie so oft. Im Dezember seien für vier Tage in allen 1.400 Wohnungen die Heizungen ausgefallen. Nicht zum ersten Mal. Bereits im Februar 2010 hätten die 3.500 Mieter zehn Tage lang gefroren. Schimmel und Feuchtigkeit überall. Und jetzt auch noch die Kakerlaken, etliche Wohnungen seien befallen.

Die Einschätzung des Pastors: Die Anlage ist nach knapp 40 Jahren einfach marode. Eine kräftige Investition wäre nötig. Doch laut Hilbrans werden defekte Aufzüge, Heizungen oder Wasserrohre vom Vermieter immer nur repariert, aber niemals ausgetauscht. „Es gibt einen Sanierungsstau“, meint der Pastor. Die WVB Centuria, die die Wohnungen für den Eigentümer verwaltet, wollte sich gegenüber der NRZ zu diesen Vorwürfen nicht äußern.

Im September 2011 wurde unter Leitung des Ordnungsdezernenten der Stadt Düsseldorf ein runder Tisch einberufen. Teilnehmer waren zunächst Mitarbeiter der Ordnungs-, Sozial- und Bauverwaltung sowie Vertreter der Polizei und lokaler Sozialeinrichtungen. Anlaß waren die wiederholten Brände in den beiden Hochhäusern der Siedlung in Düsseldorf-Hassels. Der runde Tisch tagt regelmäßig und im Herbst wurde auch die WVB Centuria hinzugeladen. Die unausgesprochene ordnungsrechtliche Drohung läßt mittlerweile eine gewisse Kooperationsbereitschaft der WVB Centuria erkennen, auch verbunden mit einem finanziellen Engagement. Allerdings finanzierte der Verwalter zunächst nur einen Sicherheitsdienst. Investitionen in die Erneuerung der Heizung und der Aufzüge wurden angekündigt, aber noch nicht durchgeführt.

Was bleibt, ist das Bild eines vollkommen indifferenten Vermieters, der erst auf Druck der Behörden tätig wird, um für sich genommen himmelschreiende Zustände abzustellen.

Die minimalistische Bewirtschaftung ist nach Ansicht der Gutachter eine Folge der entwicklungshemmenden Beleihungsverhältnisse bei den Objektgesellschaften. Der hohe Verschuldungsgrad der Gesellschaft bildet ein besonderes Entwicklungshemmnis.

²¹³ <http://www.derwesten.de/staedte/duesseldorf/Wohnblock-versinkt-im-Muell-id4233927.html> .

An der Albrecht-Dürer-Straße in Bergheim scheiterten Überlegungen zum Bestandsersatz eines 16-geschossigen Hochhauses an der WVB Centuria. Im Bonner Stadtteil Tannenbusch verwaltete die WVB Centuria 260 Wohnungen für die Cosmo Han MS Alpha REO GmbH. Hier stand der hohe Beleihungsauslauf der Objektgesellschaft einer Förderung mit Mitteln aus dem Programm „Soziale Stadt NRW“ im Wege.

Die Erfahrungen mit der WVB Centuria GmbH folgen einem bestimmten Muster. Die erforderlichen finanziellen Spielräume für eine aktive Bewirtschaftung der Immobilienbestände sind nicht vorhanden. Für integrierte Ansätze zur Quartiersentwicklung steht die WVB Centuria erfahrungsgemäß wegen ihrer eng bemessenen finanziellen Handlungsspielräume nicht zur Verfügung und damit hemmt sie die Quartiersentwicklung und schädigt indirekt die anderen Eigentümer. Die Wirkung einer solchen Form des Asset Management auf die lokalen Akteure (Mieter, Nachbarn und Vertreter öffentlicher Einrichtungen) ist demoralisierend.

Die WVB Centuria GmbH bietet auch Asset Management-Leistungen für Dritte an. So verwaltet sie Wohnungseigentumsgemeinschaften (u.a. in Herne) und sie ist nach wie vor für einige Lone Star Fonds sowie auf dem Gebiet der Zwangsverwaltung von Immobilien im Auftrag von Konkursverwaltern aktiv. Diese Immobilien stammen aus der Verwertung der Sicherheiten notleidender Hypothekarkredite. In Essen verwaltet die WVB Centuria GmbH beispielsweise Wohnungen aus dem Bestand der angeschlagenen Griffin Rhein Ruhr.

Im Zuge des Gesellschafterwechsels bei der WVB Centuria GmbH im Jahr 2006 von Lone Star Funds hin zur Centuria Capital SAS haben auch einige Objektgesellschaften ihren Eigentümer gewechselt. Die Centuria Capital SAS initiierte gemeinsam mit einer arabischen Investmentbank (Gulf Finance House mit Sitz in Bahrain) den Immobilienfonds Gulf German Residence mit Geschäftssitz auf den Cayman Islands zur Übernahme der Gesellschaften von Lone Star. Die Fonds wurden hauptsächlich von arabischen Investoren gezeichnet. Von Lone Star übernommen wurde ein Wohnimmobilienportfolio mit über 15.000 Wohnungen und einem geringen Gewerbeanteil. In dem Immobilienpaket sind unter anderem Bestände in Berlin (die Hellersdorfer Wohnungen eingeschlossen), Düsseldorf (die Siedlung in Düsseldorf-Hassels), Neuss (Neuss-Erftal), Bergheim, Leipzig und Halle enthalten.

Das nötige Eigenkapital (144 Mio. Euro) für den Immobilienankauf warb das Gulf Finance House über die Tochterbanken Khaleeji Commercial Bank und Abu Dhabi Investment House auf der arabischen Halbinsel ein. Der Fremdfinanzierungsanteil lag bei dieser Investition bei etwa 80 Prozent des Ankaufpreises.

Die Fremdmittel wurden von der Credit Suisse International bereitgestellt. Die Kredite wurden anschließend im Wege einer Principal-Verbriefung an den Kapitalmarkt weitergereicht. Die Plattform dafür war die gemeinsam mit der WestLB gegründete Zweckgesellschaft TITAN EUROPE 2006-2 plc. Diese Zweckgesellschaft übernahm im Frühjahr 2006 sieben Kreditportfolios im Gesamtumfang von etwa 860 Mio. Euro und sie refinanzierte sich durch die

Ausgabe einer CMBS-Anleihe mit 11 verschiedenen Risikotranchen. Die Anleihen wurden an der irischen Börse zum Handel zugelassen.

Zwei der sieben verbrieften Kredite stammen aus der Finanzierung der von der Centuria mit-initiierten arabischen Fonds Gulf German Residence und zwar die Petrus Portfolio Loan (208 Mio. Euro), die zur Finanzierung der Wohnungen in Berlin-Hellersdorf vergeben worden war und die Margaux Portfolio Loan (273 Mio. Euro) aus der Finanzierung von Wohnungskäufen unter anderem in Düsseldorf und Neuss. Diese beiden Darlehen waren ursprünglich im Frühjahr / Sommer 2011 fällig und sie wurden mit 5 Prozent verzinst.

Wie bei einer Verbriefung dieser Art üblich waren Covenants hinsichtlich LTV und ICR vereinbart worden. Wegen der wiederholten Herabsetzung der Immobilienwerte und des schlechten Geschäftsverlaufs einiger Objektgesellschaften wurden die Covenants verletzt. Daraufhin wurden die Rückzahlungstermine für die Darlehen um ein Jahr verlängert und der Darlehenszins auf 4 Prozent gesenkt. Die Laufzeit der Kredite kann bei günstigem Geschäftsverlauf um ein weiteres Jahr verlängert werden.

Die Kreditnehmerin wandte sich im Februar 2012 mit der dringenden Bitte an die Anleihegläubiger, diese möchten ihre Identität bekanntgeben. Dieser Aufruf deutet darauf hin, daß die Geschäfte sich auch weiterhin ungünstig entwickelt haben und die Kreditvereinbarungen ein weiteres Mal nachverhandelt werden sollen.

Objektgesellschaft	Einheiten gesamt	Gewerbe	Wohnen	Bewertung bei Investition 2006 je m ²	Leerstand bei Investition
GGR Wohnparks Kastanienallee GmbH	2.258	93	2.165	746	12,5%
GGR Wohnparks Alte Hellersdorfer Straße GmbH	1.007	37	970	745	18,2%
GGR Wohnparks Nord Leipziger Tor GmbH	1.473	42	1.431	744	25,7%
GGR Wohnparks Süd Leipziger Tor GmbH	662	22	640	747	21,0%
Summe Petrus Portfolio	5.400	194	5.206		
GGR Wohnparks GmbH	7.110	115	6.995	668	20,8%
GGR Wohnparks Poseidon GmbH	534		534	585	20,8%
GGR Wohnparks Crossen GmbH	514	2	512	496	31,1%
GGR Wohnparks Ost GmbH	351	11	340	553	18,2%
Summe Margaux Portfolio	8.509	128	8.381		

Tabelle B-45: Bestände der GGR-Gesellschaften

Die Objektgesellschaft GGR Wohnparks GmbH hat insgesamt knapp 7.000 Wohnungen im Bestand. Darin enthalten sind neben anderen die beiden Siedlungen in Düsseldorf-Hassels und Neuss-Erfttal mit ungefähr 1.800 Wohnungen. Die Wohnsiedlung in Düsseldorf-Hassels wurde in den frühen 1970er Jahren errichtet und 1999 durch die LEG NRW verkauft. Der Käufer begann in den folgenden Jahren mit der Aufteilung kleinerer Bereiche der Siedlung in Wohnungseigentum. Zwei Wohnungseigentumsgemeinschaften mit etwa 180 Wohnungen wurden in diesen Jahren ausgegründet. Im Jahr 2003 war dieser Käufer dann insolvent, zwei Lone Star Fonds übernahmen die Darlehen und machten sich an die Verwertung der Besicherungsobjekte. Drei Jahre später hat Lone Star die Siedlung an den derzeitigen Eigentümerfonds Gulf German Residence verkauft.

Ein Teilbestand der GGR Wohnparks Poseidon GmbH mit 534 Wohnungen, befindet sich ebenfalls in Nordrhein-Westfalen. In der folgenden Tabelle sind die GGR Gesellschaften mit den für Nordrhein-Westfalen relevanten Wohnstandorten aufgeführt.

GGR-Gesellschaft	Standort	Einheiten	Bewertung bei Investition 2006 €/m ²	Leerstand bei Investition 2006
GGR Wohnparks GmbH	Düsseldorf	1.446	832	6,8%
	Neuss	385	627	16,4%
GGR Wohnparks Poseidon GmbH	Bergheim	102	603	7,8%
	Herne	65	617	10,8%

Tabelle B-46: Überblick GGR-Gesellschaften

Der Geschäftsverlauf der GGR-Gesellschaften war alles in allem nicht sehr erfolgreich. Das mit dem Petrus-Kredit finanzierte Portfolio in Berlin-Hellersdorf stellt sich so dar: Die beiden Objektgesellschaften Leipziger Tor hatten in den Jahren 2006 bis 2010 ein ausgeglichenes Ergebnis. Die beiden anderen Gesellschaften aus dem Petrus Portfolio sind bilanziell überschuldet und ihr Fortbestand wurde durch eine Patronatserklärung der Gulf German Residence gesichert.

Die Gesellschaften aus dem Margaux-Portfolio sind bis auf die kleinste Objektgesellschaft alle bilanziell überschuldet. GGR Wohnparks GmbH, die größte Gesellschaft aus diesem Portfolio konnte in den Jahren 2008 bis 2010 die Zinsaufwendungen nicht erwirtschaften und die wiederholte Neubewertung des Immobilienbestandes führte zu außerplanmäßigen Abschreibungen auf das Vermögen. Auch für diese Gesellschaften garantierte Gulf German Residence mit einer Patronatserklärung den Fortbestand.

Investitionen in den Wohnungsbestand der GGR Wohnparks GmbH sind für den Standort Halle-Neustadt nachweisbar. Dort investierte die Gesellschaft 30 Mio. Euro in die Moderni-

sierung der Wohnungen. Für die Wohnsiedlungen in Düsseldorf und Neuss sind in den kommenden sechs Jahren Investitionen von 4,5 Mio. Euro in die Wärmedämmung und die Erneuerung von 71 Aufzugsanlagen beabsichtigt. Angesichts der Finanzierungssituation der Gesellschaft ist die Umsetzung dieser Maßnahmen jedoch fraglich.

Eine Trendumkehr im Geschäftsverlauf läßt sich mit Blick auf den Standort Düsseldorf noch nicht erkennen. In der Siedlung hat die Bewohnerzahl zwischen 2003 und 2010 um 9 Prozent abgenommen – dies vor dem Hintergrund eines besonders im Segment der preiswerten Wohnungen angespannten lokalen Wohnungsmarktes.

Die Abwanderungsbewegung stellt nach Einschätzung der Gutachter eine Reaktion auf die qualitativen Defizite dar. Die Gesellschaften befinden sich in einer Art Teufelskreis aus unterlassenen Investitionen und wegbrechenden Mieteinnahmen. Wegen der faktischen Überschuldung der Eigentümergesellschaften reicht der finanzielle Spielraum nicht einmal für eine Erhaltung der Wohnungen zur Sicherung der Marktgängigkeit aus. Die Folge ist ein schleichender Substanzverzehr, der immer neue Abwertungen des Immobilienvermögens nach sich zieht. Die Verschlechterung der Wohnqualität zieht ihrerseits Abwanderungen und Leerstände nach sich. Damit sinken aber die Mieteinnahmen und die Voraussetzungen für substanzerhaltende Investitionen verschlechtern sich weiter.

Der einzige Ausweg aus dieser Lage wären qualitätsverbessernde Investitionen. Dafür wäre aber eine Injektion frischen Eigenkapitals erforderlich. Die reine Mangelverwaltung hat nach Ansicht der Gutachter keine Zukunft.

Die betriebswirtschaftliche Ratio des Geschäftsmodells des Asset Managers WVB Centuria erschließt sich dem Beobachter nicht auf den ersten Blick. Asset Management-Anbieter erfüllen eine Türöffnerfunktion für Investoren, die an Handelsgewinnen interessiert sind, aber keine eigene Kompetenz in der Bewirtschaftung vorweisen können und diese auch nicht mühsam selbst aufbauen wollen. Das ist natürlich besonders für Investoren von Interesse, die räumlich weit von den Standorten ihrer Immobilien-Investments entfernt sind.

Einen Teil ihrer Aufträge gewinnt die WVB Centuria GmbH im eigenen Hause, indem sie als Asset Manager für die von ihrem Mutterhaus aufgelegten Fonds beauftragt wird. Diese Struktur ist nach Einschätzung der Gutachter nicht frei von Interessenkonflikten und damit eigentlich gar nicht im Interesse der Fondsinvestoren.

Als Asset Manager erfüllt die WVB Centuria neben der Türöffner- auch eine Art Pufferfunktion. Der Eigentümer können sich im Hintergrund halten und den Ärger mit den Mietern und Behörden dem Asset Manager überlassen. Wenn Objekte „auf Sparflamme“ bewirtschaftet werden, dann ist der Asset Manager dem Gegendruck ausgesetzt. Bei knapp kalkulierten Budgets nimmt er die Funktion des „Prügelknaben“ wahr.

Die Bewohner von Wohnanlagen der Gagfah und der WVB Centuria (als Verwalter) in Bonn-Tannenbusch beklagen sich über kaputte , teilweise verrottende Fenster- und Türrahmen, klemmende Balkontüren, kaputte Briefkästen, Ungeziefer und Ratten, Schimmel, Risse in der Substanz, Wasserschäden und vieles mehr. „Wenn es regnet, steht mein Schlafzimmer unter Wasser“, wurde eine Centuria-Mieterin zitiert.

Von Seiten der WVB Centuria gab es keine Informationen zu den Tannenbuscher Anlagen, es wurde aber betont, der Handlungsspielraum der Verwaltungsfirma sei von den durch den Immobilienfonds zur Verfügung gestellten Mitteln abhängig.

Quelle: Bonner Generalanzeiger v. 26.7.2011

Es gibt allerdings auch Bestände (z.B. in Berlin), die von der WVB Centuria ordentlich verwaltet werden und in die auch investiert wird. Der konkrete Bewirtschaftungsansatz hängt offenbar ganz wesentlich von der wirtschaftlichen Entwicklung des jeweiligen Teilportfolios ab. Es sind letzten Endes die Verbriefungsstrukturen im Hintergrund, die es nicht zulassen, liquide Mittel zwischen den Teilportfolios zu verschieben, um einen Ausgleich zwischen guten und schlechten Entwicklungen zu ermöglichen. Offenbar schrecken die Fondsiniiatoren auch davor zurück, sich nötigenfalls mit der Bitte um frisches Eigenkapital an ihre Investoren zu wenden. Derartige segmentierte Strukturen erlauben nach Ansicht der Gutachter weder eine einheitliche unternehmerische Führung, noch ein effizientes Portfoliomanagement. Bei auftretenden Problemen erweisen sie sich regelmäßig als äußerst inflexibel und sie bewirken damit tendenziell eine Verschleppung von Problemen.

Teil C Zusammenfassung, Bewertung und Handlungsempfehlungen

C.I Synopse: Erfahrungen mit dem Management von Private Equity-beherrschten Wohnungsunternehmen

Eine kritische Betrachtung, Einordnung und vergleichende Bewertung der Geschäftsmodelle in der Bestandsbewirtschaftung kann nicht unabhängig vom Geschäftsmodell „Private Equity“ und von den Finanzierungsbedingungen und finanzwirtschaftlichen Zielen der Beteiligungsgesellschaften vorgenommen werden. Die vergleichende Beschreibung von Strukturen, Entwicklungen und Auswirkungen von Finanzinvestitionen in Mietwohnungsbestände erfolgt auf zwei Ebenen: Zum einen soll die *finanzwirtschaftliche Eigenlogik* anhand der betrachteten Investments rekonstruiert werden. Dabei sind die Wechselwirkungen mit den Produktionsbedingungen, den Marktentwicklungen und den sonstigen Rahmenbedingungen zu beachten. Zum anderen soll erfaßt werden, welche Entwicklungen im *Management der Wohnungsbestände* durch Finanzinvestoren zu beobachten sind, die diese Vermietergruppe von anderen unterscheiden. Die Zusammenführung beider Herangehensweisen bildet die Grundlage für die Prognosen, Szenarien und Handlungsempfehlungen.

Die modellhafte Beschreibung der Eigenlogiken der Investments in der betriebswirtschaftlichen Literatur reflektiert die spezifischen Bedingungen, Erscheinungsformen und Auswirkungen von Finanzanlagen im Massenwohnungsbestand unseres Erachtens nur unzureichend. Die vorherrschende Perspektive ist einseitig und monodisziplinär: Im Vordergrund steht die Weiterentwicklung von finanzwirtschaftlichen Anlage- und Beratungsprodukten. Aus dieser selektiven, von finanzwirtschaftlichen Verwertungsinteressen geleiteten Sicht, erscheint die Wohnung wie ein rein privates Gut und damit wird sie zu einem im Grunde austauschbaren Kapitalanlageobjekt.

Angesichts der dramatischen Marktveränderungen im Untersuchungszeitraum ist es von großer Bedeutung, die wesentlichen Faktoren im operativen Umfeld der Finanzinvestoren zu identifizieren. Damit sind vor allem die dynamischen Veränderungen an den Kapital- und Wohnungsmärkten angesprochen, denn die Entwicklung des Marktes für Wohnimmobilienpakete reflektiert nicht zuletzt die zunehmende Kapitalmarktorientierung der Wohnungsmärkte. Aus dieser wachsenden Kapitalmarktorientierung ergeben sich auf mehreren Ebenen Konflikte mit den Anforderungen einer nachhaltigen Immobilienbewirtschaftung. Davon betroffen sind unter anderem die Bestandspflege, das Portfoliomanagement und die Finanzierungsmethoden.

Bei der gesonderten Betrachtung der operativen wohnungswirtschaftlichen Strukturen der Investments muß man sich stets bewußt machen, daß das Property Management im Kontext von REPE-Investments nicht einfach mit den Standards aus der traditionellen unternehmerischen oder gemeinwohlorientierten Wohnungswirtschaft verglichen werden kann. Die immanente Logik der Finanzanlage wirkt sich in vielerlei Hinsicht auf das operative Management aus.

Die entscheidende Besonderheit eines REPE-Investments besteht in der *Verselbständigung der Finanzierungsfunktion*. Diese kann sich negativ auf die Interessen der Mieter und anderer Stakeholder auswirken und auf lange Sicht kann auch die Wertentwicklung der Immobilienbestände darunter leiden.

Die Dominanz der finanzwirtschaftlichen Perspektive führt in einem gewissen Sinne zu einer Dekonstruktion der Grundeigentümerfunktion. Sachzielbezüge treten in den Hintergrund. Was zählt, ist die Performancemessung mit Hilfe finanzwirtschaftlicher Kennzahlen, die die Interessen der Gläubiger und Fondsinvestoren widerspiegeln.

Es kann daher in die Irre führen, die finanziell optimierten Plattformen in einer Private Equity-Struktur oder gar einzelne Objektgesellschaften wie selbständige Unternehmen anzusehen, die sich um die Erfüllung ihrer Sachziele nach den Grundsätzen der Nachhaltigkeit und des Substanzerhaltes bemühen. Im Grunde genommen haben solche Plattformen noch nicht einmal eine „Business mission“. Sie sind nicht mehr als bloße Gewinnerzielungsvehikel, denen ein ideelles Eigenleben gar nicht zugestanden werden soll.

Im Zuge der Finanzoptimierung von Wohnungsunternehmen haben sich einheitliche unternehmerische Strukturen und Rollen in eine Vielzahl von Funktionen aufgelöst, für die in der entsprechenden Fachliteratur eine kreative Vielfalt von Bezeichnungen entwickelt worden ist.

In diesem Abschnitt beschäftigen wir uns mit den Aspekten des Asset Managements, also der operativen Verwaltung, Vermietung, Veräußerung, Instandhaltung, usw. der Immobilien im Dienste der finanzwirtschaftlichen Optimierung im Sinne der Anlegerinteressen. Es geht hier also nicht nur um die reine Bestandsverwaltung, sondern auch um klassische Eigentümerfunktionen wie etwa das Portfoliomanagement. Man kann diese Ebene als die „operative wohnungswirtschaftliche Plattform“ des finanzwirtschaftlich geprägten Immobilieninvestments bezeichnen. Angestrebt wird eine vergleichende Beschreibung des operativen Verhaltens der von Finanzinvestoren gesteuerten Plattformen.

I.1 Erwartungen der Mieter und Privatisierungskritiker

Bei den heute von Finanzinvestoren und ihren Nachfolgern in NRW kontrollierten Wohnungsbeständen handelt es sich fast durchweg um Wohnungen ehemals gemeinnütziger Wohnungsunternehmen, die 1990 Teil von Industriekonzernen waren oder von der öffentlichen Hand, in geringerem Umfang auch von Genossenschaften und Kirchen, kontrolliert wurden. Diesen Wohnungsunternehmen war gemeinsam, daß sie im Rahmen der Wirtschaftlichkeit einen politisch gewollten oder satzungsmäßig verankerten wohnungswirtschaftlichen Versorgungsauftrag zu erfüllen hatten. Anlässlich der Abschaffung des Wohnungsgemeinnützigkeitsgesetzes im Jahre 1989 wurde befürchtet, daß der Wegfall der Ausschüttungs- und Verwertungsbeschränkungen zu einem Verlust an sozialer Orientierung und zu Privatisierungen führen würde.

Diese Befürchtungen wurden inzwischen zum Teil bestätigt. Wenn es auch nicht sofort zu einer breiten Privatisierungswelle kam, wurde nach der Abschaffung der Gemeinnützigkeit doch bereits in vielen betroffenen Wohnungsunternehmen eine Entwicklung hin zu einer deut-

lich stärkeren Renditeorientierung eingeleitet, dies unter anderem durch Diversifikation des Unternehmensgegenstandes und unternehmensinterne Umstrukturierungen. Der gestiegene Renditedruck äußerte sich schließlich auch in der Form von Portfolioverkäufen.

Seit die öffentliche Hand und große Industrieunternehmen in der zweiten Hälfte der 90er Jahre damit begannen, Veräußerungen von Wohnungsbeständen und Wohnungsunternehmen im großen Stil zu planen, stieß dies in NRW auf eine breite Kritik in der Öffentlichkeit. Befürchtet wurde seinerzeit weniger eine Auslieferung der Wohnungen an die Interessen des globalisierten Finanzkapitals, als vielmehr ein Verlust an wohnungspolitischen Steuerungsmöglichkeiten. Kritische Stimmen warnten vor steigenden Mieten und Versorgungsschwierigkeiten bei Wohnungsnotfällen, einem Rückgang der Bewilligungen im sozialen Wohnungsbau und einem geringeren Beitrag der Unternehmen zur Stadttrendite.²¹⁴ Die größte Sorge vieler Mieter war die Verdrängung als Folge von Einzelprivatisierungen und Umwandlungen.

Die noch bis Anfang des letzten Jahrzehnts in manchen Kommunen bestehende Neigung, ihre Wohnungsunternehmen zu veräußern, konnte in vielen größeren Städten (unter anderem Aachen, Essen, Hagen und Köln) durch breite Protestbündnisse und Bürgerbegehren abgewehrt werden. Dennoch wurden aus den Wohnungsbeständen der kommunalen Wohnungsunternehmen Teilportfolien veräußert. Diese Teilverkäufe haben Verdrängungstendenzen durch Einzelprivatisierung nach sich gezogen. Andere verkaufte Teilbestände wurden zu Objekten von Transaktionsketten und Abwertungsspiralen.

Die auf Bundesebene getroffenen Grundsatzentscheidungen zur Veräußerung der Bahnwohnungen und der Gagfah stießen in NRW nicht auf breiten Widerstand. Mehr beschäftigt haben die Mieter Befürchtungen, daß es wegen der Bestandsverkäufe der Viterra zu Verdrängungsprozessen kommen könnte. Nicht selten folgten auf Blockverkäufe an Zwischenverwerter unmittelbar Initiativen zur Umwandlung und Einzelprivatisierung der Objekte. Davon betroffen waren insbesondere auch kleinere Mehrfamilienhäuser. Solche Vorgänge führten zu Protesten und zur Gründung von Basisinitiativen. Befürchtungen, daß es abgesehen von Verdrängungen auch zu Einbußen bei der Qualität der Hausverwaltung kommen würde, haben sich aufgrund des Vorgehens der Zwischenverwerter in vielen Fällen bestätigt. Diese Erfahrung führte schon vor der Welle von Unternehmenskäufen durch Private Equity-Fonds zu einem wachsenden Bewußtsein für die möglichen Folgen von Wohnungsverkäufen.

Die sich abzeichnenden großen Wohnungsverkäufe an Finanzinvestoren wurden in der öffentlichen Diskussion erst ab etwa 2002 zum Thema. Die Transaktionswelle der Jahre 2004-2006 wurde aber von vielen Beobachtern mit den bereits vollzogenen Privatisierungen öffentlicher oder werksverbundener Wohnungsunternehmen an vergleichsweise solide wirtschaftende Privatunternehmer gleichgesetzt. Daß tatsächlich eine sehr viel tiefgreifendere Transformation im Gange war, wurde wegen der Neuartigkeit des Phänomens erst viel später erkannt.

²¹⁴ Zum Begriff Kofner 2006c.

Erst mit dem Abebben der Transaktionswelle wurde das Ausmaß der Veränderungen deutlicher. Die Befürchtungen, die von Kritikern weiterer geplanter Verkäufe geäußert wurden (in NRW z.B. durch die Volksinitiative gegen den LEG-Verkauf) lassen sich dahingehend zusammenfassen, daß ein deutlich verstärkter Renditedruck auf den Wohnungen und Unternehmen lasten werde, daß das Engagement der Finanzinvestoren nur kurzfristig sei und daß die Wohnungsunternehmen mit Schulden belastet würden. Vor dem Hintergrund der seinerzeit bereits vorliegenden Erfahrungen wurden im Einzelnen folgende Auswirkungen befürchtet:

- anhaltende Verdrängungsprozesse durch den Verkauf von Wohnungen und kleinen Mehrfamilienhäusern, Ausnutzung von Ängsten beim Verkauf an Mieter, Abwälzung von Lasten auf übervorteilte Käufer
- schneller Weiterverkauf der übernommenen Unternehmen / Wohnungsbestände – ganz oder in Teilen
- forcierte Mietsteigerungen bis an die Grenze des rechtlich Zulässigen
- starker Personalabbau, Arbeitsverdichtung und Tarifflicht in der Wohnungsverwaltung
- Outsourcing von Teilleistungen
- Kostendruck auf Zulieferer, Verschlechterungen bei den Leistungen von Auftragnehmern
- Vernachlässigung der Bestandspflege (Instandhaltung und Modernisierung)
- Zerlegung der einheitlichen Unternehmen in profitable und weniger profitable Bereiche mit direkten Auswirkungen auf die Planung von Bestandsinvestitionen
- wachsende Leerstände
- bewußte Gestaltung des Mietermixes durch Luxusmodernisierungen mit Verdrängungsfolgen
- Vernachlässigung der Versorgung benachteiligter und diskriminierter Bevölkerungsgruppen
- Verschlechterungen des Services in der Wohnungsverwaltung, Probleme mit Betriebskostenabrechnungen
- Rückzug aus der Zusammenarbeit mit den Kommunen, besonders aus Projekten der Städtebauförderung und des Quartiersmanagements
- kein Engagement in Neubauprojekten bei Wohnungsmangel, Zurückhaltung mit Investitionen bei der Revitalisierung von Quartieren und beim Erhalt von historisch wertvollen Gebäuden, kein Engagement im Rahmen der koordinierten Stadtschrumpfung
- Abbau von sozialer Arbeit und Mietermitbestimmungsansätzen: weniger Gelegenheiten zu Teilhabe, Integration und Partizipation
- Verluste an Transparenz, Kontrolle und lokaler Beeinflussbarkeit unternehmerischer Entscheidungen

Die Verkäufer haben zum Teil versucht, einige dieser Besorgnisse durch Regelungen in Kaufverträgen und sogenannte Sozialchartas auszuräumen. Trotzdem haben sich die Befürchtungen

tungen der Kritiker teilweise erfüllt – wenn auch in unterschiedlichem Maße. Insgesamt ergibt sich ein uneinheitliches Bild, das eine nach Teilräumen, Investorengruppen und Zeithorizonten differenzierte Betrachtung erforderlich macht.

I.2 Erwartungen der Investoren

Die Investmentthesen, mit denen die Finanzinvestoren ihren Einstieg auf dem deutschen Wohnungsmarkt zu begründen pflegten, sind ebenso einheitlich wie verallgemeinernd. Sie zeugen davon, daß eine gründliche Auseinandersetzung mit den Rahmenbedingungen und den Marktverhältnissen in Deutschland oft nicht stattgefunden hat. Die Investmentthesen machen in ihrer Naivität und Oberflächlichkeit eher den Eindruck von wiederkehrenden Narrativen. Nachstehend haben wir die gängigsten Thesen in zugespitzter Form zusammengefaßt:

- Der Anteil der Wohnungseigentümer in Deutschland ist im internationalen Vergleich gering. Dabei liegen die Einkommen in Deutschland vergleichsweise hoch und auch in Deutschland wollen die Menschen im eigenen Heim wohnen. Also besteht ein großes Potential zur gewinnträchtigen Privatisierung von aufgekauften Mietwohnungen.
- Weltweit steigen die Hauspreise, da wird sich Deutschland nicht entziehen können. Ein schneller Weiterverkauf der übernommenen Wohnungsunternehmen mit kräftigen Gewinnaufschlägen wird möglich sein.
- In vielen Ländern sind die Mieten stark gestiegen, nicht aber in Deutschland. Daraus ergibt sich ein hohes Mietsteigerungspotential.
- Beim Management der Wohnungsbestände in Deutschland existieren erhebliche Produktivitätsreserven. Verwaltungs- und Personalkosten sind aufgebläht. Durch Prozeß-Reengineering können die Verwaltungskosten je Wohneinheit deutlich gesenkt werden.
- Es gibt Bestände mit überdurchschnittlichen Leerständen, die aber durch entschlossene Vermarktungsmaßnahmen rasch abgesenkt werden können.
- Der Markt für wohnungswirtschaftliche Dienstleistungen wird sich weiter ausdifferenzieren. Durch die Auslagerung von Leistungen an Spezialanbieter lassen sich Kosten sparen, ohne daß die Qualität der Leistungserbringung leidet.
- Große Unternehmen haben Wettbewerbsvorteile beim Einkauf von Gütern und Dienstleistungen, die bislang noch nicht ausreichend realisiert worden sind.
- Die bauliche Substanz der Mietwohnungen in Deutschland ist im Vergleich zu anderen Ländern durchweg gut. Man kann also die laufende Instandhaltung mit positiver Ergebniswirkung zumindest zeitweise herunterfahren.
- Es gibt innerstädtische Wohngebiete mit erheblichen Aufwertungspotentialen.
- Es kommen Wohnungspakete mit auslaufenden Mietpreis- und Belegungsbindungen und entsprechendem Potential für Mieterhöhungen an den Markt.

Die Bedeutung solcher Erzählungen liegt in der Weckung von Zukunftserwartungen zur Legitimation von Risikogeschäften. Im Vordergrund steht dabei die Hoffnung auf kräftig spru-

delnde Veräußerungsgewinne beim Exit, sei es durch Einzelprivatisierungen, steigende Immobilienpreise oder steigende Unternehmenswerte.

Anders als bei den längerfristig orientierten Investoren und Beteiligungsfonds (den Farmern) lief das Geschäftsmodell der opportunistisch orientierten Beteiligungsfonds (den Huntern) von Anfang an auf die Maximierung von Handelsgewinnen hinaus. Die exorbitanten Gewinnerwartungen der Investoren dieser Fonds sollten in erster Linie im Wege der Weiterveräußerung der Wohnungen an Mieter, Kapitalanleger oder andere Investoren mit einem möglichst hohen Aufschlag auf den Einkaufspreis befriedigt werden. Dahinter standen die nicht selten naiv anmutenden Investmentthesen wie die von der allgemeinen Unterbewertung der deutschen Mietwohnungsbestände und die der Rückständigkeit der Deutschen im Hinblick auf die Wohneigentumsbildung. Es scheint, als wurden hier Erfahrungen aus den Herkunftsländern der Investorengruppen (Hauspreisinflation und hohe Wohneigentumsquoten) mehr oder weniger unreflektiert auf die deutschen Verhältnisse übertragen.

Die Erwartungen der opportunistischen Investoren haben sich größtenteils nicht erfüllt. Die Immobilienpreise haben zunächst nicht auf breiter Front angezogen und die Mieterprivatisierung war alles andere als ein Selbstläufer. Vor diesem Hintergrund nimmt es nicht Wunder, daß die opportunistischen Investoren der ersten Stunde angesichts des gestiegenen Renditedrucks rasch die Geduld verloren haben und zur Liquidation ihrer Engagements neigten.

Vor dem Hintergrund des sich weiterdrehenden Verkaufskarussells stehen weitere Verkäufe am Zweitmarkt mit der möglichen Folge von Verhaltensänderungen und Strategiewechseln auf der Vermieterseite bevor. Der Renditedruck auf die bereits in Deutschland engagierten Finanzinvestoren hat als Folge der Finanzmarktkrise und der dadurch ausgelösten Kreditklemme sogar zugenommen (Storn 2008). Das gilt sowohl für die Hunter als auch für die Farmer. Das Neugeschäft der Beteiligungsfonds ist wegen der eingeschränkten Möglichkeit der Refinanzierung von Bankkrediten für Firmenkäufe an den internationalen Kapitalmärkten rückläufig. Damit steigt aber der Renditedruck, der auf den bestehenden Engagements liegt. Dieser Druck führt entweder zur Liquidation bestehender Investments oder aber zu verstärkten Bemühungen im Hinblick auf die Steigerung der Rendite aus dem laufenden Geschäft.

I.3 Einsatz der Werthebel zur Renditemaximierung

Angesichts der bescheidenen Eigenkapitalrenditen der kommunalen Wohnungswirtschaft²¹⁵ klingen die von den neuen Finanzinvestoren ausgegebenen Renditeziele nach Scharlatanerie. Und doch sind sie unter günstigen Umfeldbedingungen nicht unerreichbar, wenn alle verfügbaren Werthebel gleichzeitig zielgerichtet eingesetzt werden (Kofner 2006a). Neben den klassischen Maßnahmen zur Steigerung der Rendite aus der laufenden Vermietung sind hier vor allem die verschiedenen Instrumente zur erlösmaximierenden Plazierung der übernommenen Bestände zu nennen (z.B. Mieterprivatisierung, Plazierung am Kapitalmarkt). Weiter herauf-

²¹⁵ Die niedrigen Renditen in der ehemals gemeinnützigen Wohnungswirtschaft sind zum Teil auch Ausfluß satzungsmäßiger Pflichten und des gesellschaftlich verantwortlichen Verhaltens der kommunalen Gesellschaften als Vermieter.

gehebelt werden kann die Eigenkapitalrendite durch eine risikofreudige Finanzierungsstrategie mit einem hohen Anteil an Fremdmitteln.

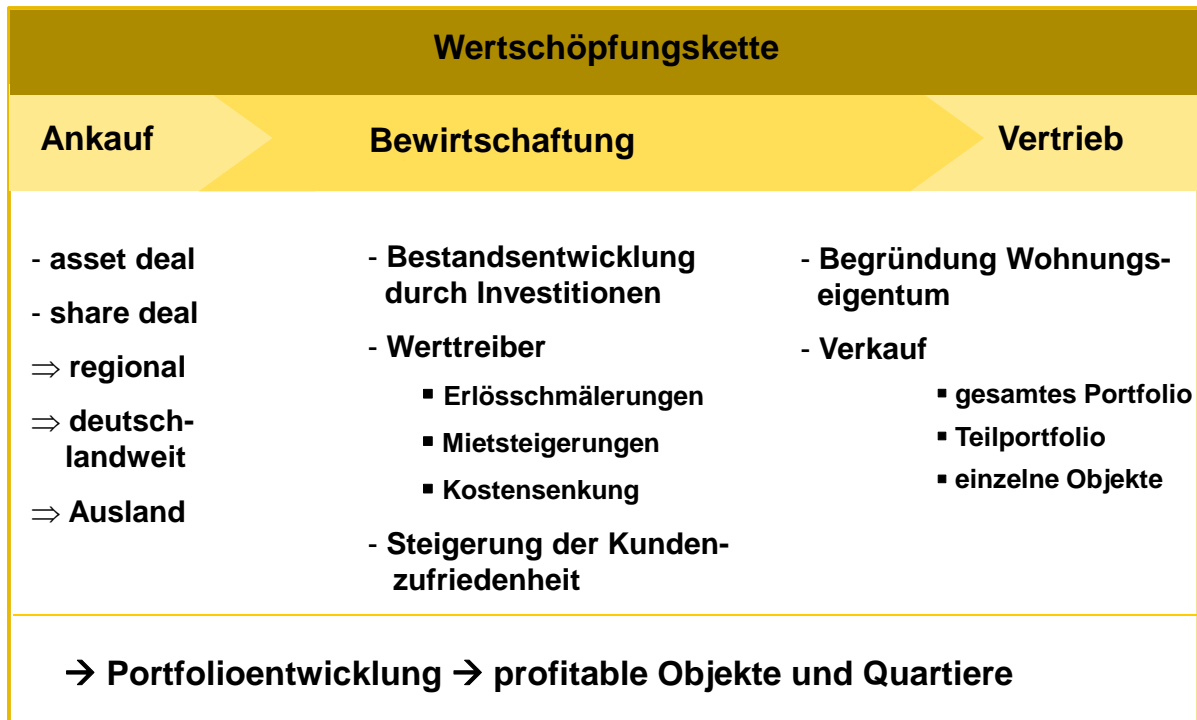


Abbildung C-1: Wohnungswirtschaftliche Wertschöpfungskette

Die Wertschöpfungskette beschreibt die Stufen des betrieblichen Leistungserstellungsprozesses von der Beschaffung über die Produktion bis hin zum Vertrieb bzw. zum Kunden. Ambitionierte Renditeziele können nur erreicht werden, wenn die Prozeßoptimierung nicht nur auf einzelne „Werttreiber“ abstellt, sondern die gesamte Prozeßkette in den Blick nimmt. Auf allen Stufen der Wertkette kann das Ergebnis beeinflusst werden und nur wenn alle Werthebel optimiert werden, können herausragende Ergebnisverbesserungen erzielt werden. Diese Denkweise hat bei den von Finanzinvestoren beherrschten Unternehmen zu einer gewissen Kennzahlenfixierung im Hinblick auf Leerstand, Verwaltungskosten pro Wohneinheit, Mietanpassung, etc. geführt.

Zumindest bei den REPE-Fonds, die sich als Farmer verstehen und die dementsprechend nachhaltige Wertsteigerungen durch Geschäftsprozeßoptimierung anstreben, kann man eine Bereitschaft zu radikalen Umbauten der Organisation und des Wertschöpfungsprozesses voraussetzen. Es ist Teil ihres Geschäftsmodells, „keinen Stein auf dem anderen zu lassen“. Die Geschäftsprozeßneugestaltung wird also im Zweifel tiefgreifend sein und kaum einen Teilprozeß in den übernommenen Unternehmen unberührt lassen. Bei der radikalen Optimierung der Geschäftsprozesse zeigen die verantwortlichen Fondsmanager ein beachtliches Maß an Risikotoleranz. Sie sind bereit, neue Wege zu gehen und dabei werden mögliche Reibungs-

verluste in der Phase der Transformation ebenso in Kauf genommen wie das Risiko, über das Ziel hinauszuschießen (etwa beim Personalabbau).

Die Deutsche Annington kann hier als ein Beispiel angeführt werden. Das Unternehmen befindet sich seit dem teilweise gescheiterten Clearwater-Reorganisationsprojekt in einer permanenten Umbruchssituation.

Die Maßnahmen zur Optimierung der laufenden Bestandshaltung lassen sich in vier Gruppen einteilen:

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

Abbildung C-2: Optimierung der laufenden Instandhaltung

Mit jeder dieser Maßnahmen sind neben unternehmerischen Chancen auch Risiken verbunden. Die optimistischen Erwartungen im Hinblick auf zukünftige Mieterhöhungen werden weniger am herrschenden Mietpreisrecht oder an den Regelungen der sogenannten „Sozialchartas“ scheitern, mit denen man die Investoren zu binden versucht.²¹⁶ Die Schwachstellen

²¹⁶ So sind nach der GAGFAH-Sozialcharta im Zeitraum 2005-2009 Mieterhöhungen im Umfang der Inflationsrate plus 1,5 Prozent zulässig. Im Zeitraum 2009-2014 können die jährlichen Mieterhöhungen sogar um bis zu 3 Prozent über der Inflationsrate liegen. Bei einer angenommenen Inflationsrate von 2,5 Prozent sind

sind hier der auf der Gesamtmarktebene unterstellte Aufholeffekt und die regional unterschiedlichen Marktverhältnisse. Vor dem Hintergrund der allgemeinen Enttäuschung der Erwartungen über zukünftige Miet- und Wertsteigerungspotentiale am deutschen Markt hängen die individuellen Mieterhöhungspotentiale ganz wesentlich vom regionalen Portfoliomix der übernommenen Bestände ab.

Davon abgesehen könnten die neuen Eigentümer versucht sein, den vorgefundenen Mietermix „zu optimieren“. Auf diesem Gebiet bieten die übernommenen Wohnungsbestände aufgrund ihrer spezifischen Zuordnung von Mietern und Objekten zum Teil Ansatzpunkte. So können durch die Schaffung einheitlicherer Belegungsstrukturen (verstärkte Zuordnung der Wohnlagen nach der Zahlungskräftigkeit der Mieter) kurzfristig die Mieterlöse gesteigert werden, wenn man bereit ist, die langfristigen Folgen sozialer Segregation in Kauf zu nehmen.

Einen weiteren Werthebel sehen die Private Equity-Fonds im Bereich der Effizienzsteigerung der Wohnungsverwaltung. Die angestrebte Senkung der Verwaltungskosten geht in aller Regel mit einem spürbaren Stellenabbau einher. Das Outsourcing, also die externe Vergabe von bisher selbst erbrachten Leistungen, steht bei den Kostensenkungsmaßnahmen meistens an vorderer Stelle.

Schließlich ist zu beobachten, daß die neuen Eigentümer nach der Übernahme nicht selten den durchschnittlichen Instandhaltungsaufwand pro Quadratmeter selektiv herunterfahren. Auch dieses Vorgehen ist selbstverständlich nicht frei von unternehmerischen Risiken. Der bauliche Zustand eines Objekts ist ein wichtiger Wettbewerbsparameter mit einem erheblichen Einflußpotential auf den Immobilienwert.

I.4 Optimierung der Wohnungsportfolios

I.4.1 Bestandspflege und -modernisierung

Zu einem der zentralen Kritikpunkte an der finanzmarktgetriebenen Wohnungswirtschaft sind die vergleichsweise geringen Aufwendungen für die laufende aufwandswirksame Instandhaltung geworden. Unter den von Finanzinvestoren beherrschten Unternehmen gibt es aber in dieser Hinsicht erhebliche Unterschiede.

demnach Mieterhöhungen im Umfang von 59 Prozent innerhalb von 10 Jahren zulässig (falls nicht allgemeines Mietpreisrecht dem entgegensteht).

Unternehmen	2007	2008	2009	2010	2011
GAGFAH	8,62	8,72	6,61	6,36	8,47 bzw. 10,23
Deutsche Annington	9,83	9,73	10,00	10,35	10,81
LEG	12,96*	11,46*	9,06	12,79	k.A.
FDL Deutschland	6,11	5,44	5,56	5,76	5,43

Tabelle C-1: Instandhaltungsaufwand der großen Plattformen in Euro je m² und Jahr

Quelle: Geschäftsberichte

*) Schätzung der Gutachter

Der zeitliche Verlauf der Instandhaltungs- und Modernisierungskosten weist von Unternehmen zu Unternehmen große Differenzen auf. Während sich bei der Deutschen Annington ein Auf und Ab ohne klaren Trend ergibt, sind bei Gagfah und LEG die Ausgaben im Verlauf drastisch gekürzt worden. Bei der LEG ist der Rückgang unmittelbar nach der Privatisierung eingetreten. Bei beiden Unternehmen (LEG und Gagfah) haben vor allem die aktivierten Modernisierungskosten unter den Kürzungen gelitten. FDL und Gagfah haben die Gemeinsamkeit, daß die Instandhaltungskosten pro Quadratmeter sich auf einem bescheidenen und nach Ansicht der Gutachter in Teilbereichen nicht mehr substanzerhaltenden Niveau bewegen. Insgesamt weisen die Ausgaben seit 2010 einen leicht ansteigenden Trend auf.

Unternehmen	2007	2008	2009	2010	2011
GAGFAH	18,53	13,60	7,96	6,76	8,57 bzw. 10,25
Deutsche Annington	10,58	15,23	12,65	14,17	16,10
LEG	17,25*	20,71*	19,19*	12,75	k.A.
FDL Deutschland	13,48	16,12	16,30	15,55	17,19

Tabelle C-2: Instandhaltungs- und Modernisierungskosten der großen Plattformen in Euro je m² und Jahr

Quelle: Geschäftsberichte

*) Schätzung der Gutachter

Worin liegen die Gründe für das zurückhaltende Engagement der von Finanzinvestoren beherrschten Unternehmen bei der Bestandspflege? Grundsätzlich unterliegen die entsprechenden Aufwendungen und Investitionen strengen Wirtschaftlichkeitsanforderungen. Die Mietniveaus sind standortabhängig aber zum Teil so niedrig, daß Investitionen in die Bestände wirtschaftlich nicht gerechtfertigt erscheinen. Die Gagfah hat sehr viele Investitionsvorhaben rechnen lassen, aber bei einem Renditeanspruch von mindestens 8 Prozent im Modernisierungsbereich rechnen sich nur einzelne Vorhaben. Die vielfach kritisierte Zurückhaltung bei Investitionen erscheint vor diesem Hintergrund als mikrofundiert. Die geforderten Renditen auf das eingesetzte Eigenkapital sind nicht zu erzielen, wenn standortabhängig die 11-

prozentige Modernisierungsumlage nicht ausgeschöpft werden kann. In diesem Zusammenhang darf man auch nicht übersehen, daß der Investitionsansatz der Finanzinvestoren von Erfahrungen aus anderen Ländern geprägt ist, wo der Erhaltungszustand von Mietwohngebäuden nicht so kritisch betrachtet wird wie in Deutschland. Zusammenfassend kann man sagen, daß die Standortbedingungen und der regulatorische Hintergrund (einschließlich der durch Neufassungen der EnEV ständig verschärfte Anforderungen an die energetische Qualität der Bauteile) die Investitionsanreize prägen. Finanzinvestoren investieren unter gleichen Bedingungen in aller Regel vor allem deshalb weniger als kommunale Beteiligungsunternehmen in ihre Bestände, weil sie einen höheren Verzinsungsanspruch anlegen. Wenn man seinen eigenen Investoren Renditen zwischen 10 und 15 Prozent nach Steuern in Aussicht stellt, dann kann man es sich nicht erlauben, viele Millionen Euro für Modernisierungsinvestitionen mit einer durchschnittlichen Rendite von 5 Prozent auszugeben. Ein weiteres Motiv für die Investitionszurückhaltung könnten Zweifel daran sein, ob die Kosten für Modernisierungen bei einem späteren Verkauf der Immobilien angemessen im Kaufpreis reflektiert werden – auch dies vor dem Hintergrund der exorbitanten Renditeansprüche der Investoren.

Ein errechneter durchschnittlicher Instandhaltungsaufwand von 10 Euro je Quadratmeter Wohnfläche schließt allerdings die Möglichkeit einer extremen räumlichen Ungleichverteilung der eingesetzten Mittel nicht aus. Wenn in einem Wohnungsbestand von 100 Wohneinheiten in zwei Siedlungen mit jeweils 50 Wohnungen die eine Hälfte der Wohnungen mit 18 Euro je Quadratmeter und Jahr instandgehalten wird und die andere mit 2 Euro, so ergibt sich auch hier rechnerisch ein durchschnittlicher Aufwand von 10 Euro, der aber für sich genommen kaum etwas aussagt. Vergleichbare Betrachtungen ließen sich über die aktivierten Modernisierungskosten anstellen.

Aus der Sicht der Gutachter befindet sich die Wohnungspolitik in NRW im Bereich der Bestandspflege in einem strategischen Dilemma. Wir erleben heute, daß stark besetzte Baujahrgänge besonders auch aus dem sozialen Wohnungsbau, die zum Zeitpunkt ihrer Fertigstellung einen modernen Wohnstandard verkörperten, zunehmend technisch und auch vom Erhaltungszustand der Bausubstanz her in die Jahre kommen. Gleichzeitig hat sich die ursprünglich einmal gemischte Belegungsstruktur vielfach geändert. Im Ergebnis haben wir Siedlungen, die von einem zunehmenden Instandhaltungs- und Modernisierungsstau geprägt sind, die zunehmend einseitig von benachteiligten Schichten belegt sind und die zum Teil noch von Finanzinvestoren als Objekte ihrer spekulativen Investments auserchoren worden sind. Um die Lebenschancen der Bewohner nicht noch weiter zu beeinträchtigen, sind in Zukunft umfangreiche Investitionen in die Gebäude, in das Wohnumfeld und die soziale Infrastruktur erforderlich, deren Bilanzrendite den Ansprüchen der Finanzinvestoren aber kaum genügen dürfte.

I.4.2 Objektakquisition und Grunderwerbsteuer

Die Objektakquisition der von Finanzinvestoren gesteuerten Plattformen vollzieht sich weniger systematisch und zielgerichtet als vielfach vermutet wird. Wegen des zyklischen Charakters des Übernahmegeschäfts entstehen immer wieder Situationen mit einem enormen Nachfrageüberhang nach Akquisitionsgelegenheiten. Die Fonds, die auf dem Markt aktiv sind, bieten um dieselben zum Verkauf stehenden Unternehmen. Der Zufall spielt daher eine wesentliche Rolle im Hinblick auf die Portfoliozusammensetzung, denn der Zufall entscheidet mit darüber, bei welchen Verkaufsgelegenheiten ein Fonds den Zuschlag erhält.

Der Ankauf von Wohnungsbeständen eröffnet für die bestehenden Plattformen Möglichkeiten für ein profitables Wachstum. Zukäufe bieten die Möglichkeit,

- das bestehende Portfolio regional zu ergänzen und damit die Risikostreuung zu verbessern,
- ein existierendes Bewirtschaftungsnetz besser auszulasten und dadurch Synergien zu generieren und
- die Erträge durch Leerstandsabbau, aktive Vermietung und Größenvorteile im Einkauf zu steigern.

Steuerliche Gründe sprechen allerdings gegen Asset deals, also den Kauf von Einzelimmobilien, weil dabei in jedem Fall Grunderwerbsteuer anfällt (3,5 bzw. 5 Prozent in NRW). Den Anfall der Steuer versucht man mittels Share deals (Kauf der Geschäftsanteile an einer Objektgesellschaft, die ihrerseits ein Grundstück hält) zu umgehen.

Bei einem Share deal werden die durch das Grunderwerbsteuergesetz (GrEStG) gezogenen Grenzen trickreich umgangen. Nach § 1 Abs. 3 GrEStG unterliegt ein Rechtsgeschäft auch dann der Grunderwerbsteuer, wenn durch die Übertragung von Anteilen an einer Grundstücksgesellschaft unmittelbar oder mittelbar mindestens 95 Prozent der Anteile der Gesellschaft in der Hand eines Käufers vereinigt werden.

In der Praxis sind je nach Rechtsform der Objektgesellschaft zwei Strukturen gebräuchlich: die Objektgesellschaft mbH & Co. KG und die Objektgesellschaft mbH (Bethge / Schuster 2010).

Im Fall der GmbH & Co. KG erwirbt der Käufer höchstens 94,9 Prozent der Kommanditanteile an der Objektgesellschaft. Wenn der Verkäufer noch mindestens fünf Jahre mit mindestens 5,1 Prozent beteiligt bleibt, fällt Grunderwerbsteuer dabei nur in Höhe von 5,1 Prozent des vollen Grunderwerbsteuersatzes an. Wenn die Objektgesellschaft eine Kapitalgesellschaft ist, kann die Grunderwerbsteuer mit einer steueroptimierten Käuferstruktur umgangen werden, bei denen ein Käufer maximal 94,9 Prozent der Anteile erwirbt und ein weiterer Käufer die restlichen 5,1 Prozent.

Die Gestaltungsmöglichkeiten des geltenden Steuerrechts nutzen die Investoren zu ihrem Vorteil. Es bleibt aber der fatale Eindruck, daß auf jedes neu erlassene Steuergesetz eine pas-

sende Umgehungskonstruktion folgt. Der Staat fördert allerdings die Verbreitung von solchen Umgehungstatbeständen durch Verkäufe an Finanzinvestoren, bei denen klar ist, daß die Objekte in solchen steuerlich optimierten Strukturen landen.

I.5 Bilanz- und Erfolgsdarstellung

Wegen der ständigen Neubewertungen der Immobilienbestände ist es nicht einfach, die Performance eines nach IFRS bilanzierenden Immobilienunternehmens einzuschätzen. Den Gutachtern erscheinen die entsprechenden Bilanzierungsstandards insbesondere für bestandshaltende Wohnungsunternehmen wenig geeignet, weil nach den IFRS das Bewertungsergebnis nicht selten einen prägenden Einfluß auf das gesamte Jahresergebnis nimmt. Für ein Unternehmen, das seine Bestände auf absehbare Zeit gar nicht zu verkaufen beabsichtigt, sind solche Bewertungsschwankungen aber höchstens von nachrichtlicher Bedeutung.

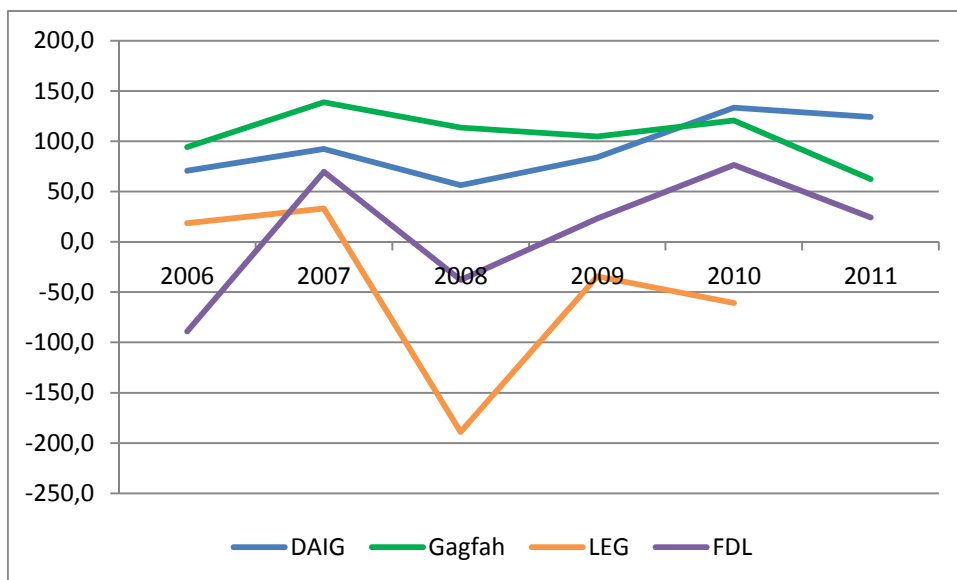


Abbildung C-3: Bereinigtes Ergebnis 2006-2011 im Vergleich für die vier großen Plattformen, Mio. Euro

Quellen: Geschäftsberichte und eigene Berechnungen

Die Gutachter haben sich entschieden, den Jahreserfolg der untersuchten Plattformen an dem um Bewertungseffekte bereinigten Jahresergebnis vor Steuern zu messen. Gemessen an dieser Kennzahl waren die Gagfah und die Deutsche Annington zwischen 2006 und 2011 gewinnträchtige Unternehmen. Das trifft für die LEG dagegen nur für die Jahre vor der Privatisierung zu. Die FDL hatte 2006 und 2008 Gewinneinbrüche zu verzeichnen.

Gemessen an der Standardabweichung hat sich das bereinigte Ergebnis der Gagfah am stabilsten entwickelt (STABW: 26,0 Mio. Euro gegenüber 30,0 Mio. Euro bei der DAIG). Die Ergebnisse von LEG und FDL haben dagegen wesentlich stärker in der Zeit geschwankt.

In absoluten Größen ausgedrückt war die Gagfah bis 2009 gewinnträchtiger als die Deutsche Annington. In den Geschäftsjahren 2010 und 2011 hat dagegen die Deutsche Annington ein höheres bereinigtes Ergebnis erzielt.

Kennzahl	DAIG 2011	Gagfah 2011	LEG 2010	FDL 2011	DAIG JD 06-11	Gagfah JD 06-11	LEG JD 06-10	FDL JD 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
Eigenkapitalrentabilität	5,6%	2,9%	-6,9%	1,8%	5,2%	4,3%	-2,7%	0,5%
Gesamtkapitalrentabilität	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 C-3: Schlüsselkennzahlen 2011 und Jahresdurchschnitt 2006-2011 im Vergleich für die vier großen Plattformen

Quellen: Geschäftsberichte und eigene Berechnungen

Aus dem Blick auf die Schlüsselkennzahlen ergibt sich zunächst die Einschätzung, daß es sich bei der Deutschen Annington und der Gagfah um relativ gesunde Unternehmen handelt. Die Gesamtkapitalrentabilitäten sind aber mit Werten um die 4 Prozent auch nicht herausragend. Für Unternehmen, bei denen auch Wohnungsverkäufe spürbare Ergebnisbeiträge leisten und die bei der Aktivierung der verschiedenen Werthebel vergleichsweise wenig Rücksichten nehmen müssen, sind die errechneten Rentabilitäten recht bescheiden. Der Grund dafür ist das von Wertsteigerungserwartungen geprägte Niveau der seinerzeit **gezahlten Einkaufspreise**, welche von Anfang an in keinem günstigen Verhältnis zu der Ertragskraft der erworbenen Bestände gestanden haben. Dieses Mißverhältnis hat sich mit den zum Teil spürbaren Aufwertungen der Bestände in den Jahren 2007 und 2008 weiter verschlimmert.

Auf der anderen Seite sind die Bestände aber auch nicht so teuer eingekauft bzw. so hoch bewertet worden, daß ihre Bewirtschaftung von vornherein unrentabel wäre. Es bedarf aber des Ausreizens der Ergebnispotentiale verschiedener Werthebel, damit sich am Ende so etwas wie eine Normalrendite ergibt. Damit nicht genug, werden bei den untersuchten Plattformen in unterschiedlichem Maße bilanzverschönernde Maßnahmen eingesetzt. Die üblichen Ansatzpunkte sind die laufenden Instandhaltungsaufwendungen und die Finanzierungsmethoden. Das Instandhaltungsvolumen ist teilweise nicht nachhaltig und die optisch günstigen Finanzierungszinsen sind mit eigentlich unverantwortlichen Prolongations- und Zinsänderungsrisiken erkaufte.

Alles in allem erscheint die Performance der Gagfah und der Deutschen Annington bescheiden und die von LEG und FDL als unbefriedigend – und dies vor dem Hintergrund, daß die Erträge bei drei der untersuchten Plattformen zum Teil der Inkaufnahme existenzgefährdender Finanzierungsrisiken geschuldet sind.

Nach Ansicht der Gutachter bewegt sich die Entwicklung der wichtigsten Werthebel in der Bestandsbewirtschaftung aber zumindest bei Gagfah und Deutscher Annington im Einklang mit den ursprünglichen Erwartungen. Bei der FDL dürfte dies nicht der Fall sein.

Finanzinvestoren sind bei entsprechenden Wertsteigerungserwartungen bereit, Kaufpreise zu zahlen, die mit der Ertragskraft der Bestände nicht zu rechtfertigen sind. Darin liegt durchaus ein wohnungspolitisches Problem, denn wenn solche Erwartungen vorherrschen, haben die Finanzinvestoren natürlich auch eine höhere Zahlungsbereitschaft als andere Investoren, die ein „Buy and hold“-Geschäftsmodell verfolgen und sich verantwortbar finanzieren. **Das bedeutet aber, daß die Finanzinvestoren die Käufer mit den nachhaltigeren Geschäftsmodellen verdrängen.**

Der Blick auf die Entwicklung des dynamischen Verschuldungsgrades zeigt keine gewaltigen Unterschiede zwischen den Plattformen. Im Jahr 2011 (LEG 2010) reicht die Spanne von 19,8 (Gagfah) bis 14,6 (Annington).

Die Bewertung der Immobilien gemessen an den durchschnittlichen Vervielfältigern deutet darauf hin, daß die Gagfah-Bestände 2007 überbewertet waren. Inzwischen dürfte der größte Teil der notwendigen Bewertungskorrekturen aber vollzogen sein. Der Bewertungsverlauf bei der Deutschen Annington war ähnlich unstetig, wenn auch mit einem anderen Profil. Bei der Annington wurde die nötige Wertberichtigung 2008 sozusagen in einem Aufwasch erledigt, während die Korrektur bei der Gagfah schichtweise erfolgte. Bei der FDL zogen sich die Abwertungen bis in das Geschäftsjahr 2009 hinein. Seitdem sind wieder Wertzuschreibungen gebucht worden. Bei der LEG sind im Zuge der Übernahme stille Reserven in gewaltigem Ausmaß gehoben worden, so daß sich der Vervielfältiger 2008 gegenüber dem Vorjahr nahezu verdoppelt hat.

Die Interest Cover Ratio ICR bewegt sich bei allen untersuchten Plattformen in einem vernünftigen Rahmen. Bei Gagfah und Deutscher Annington liegt diese Kennzahl normalerweise um 2 (d.h. die Nettomieteinnahmen sind 2 Mal so hoch wie die jährlichen Zinszahlungen), bei der LEG und der FDL überstiegen die Mieteinnahmen die laufenden Zinszahlungen zuletzt beinahe um das Dreifache.²¹⁷

I.6 Steigerung der Mieteinnahmen

I.6.1 Mietpreispolitik

Vergleichen wir die Entwicklung der durchschnittlichen Nettokaltmieten so zeigen sich seit 2006/2007 bei allen großen von Finanzinvestoren beherrschten Vermietern beachtliche Zuwachsraten, die zum Teil deutlich über dem Bundesdurchschnitt liegen. Die Mieten der Deutschen Annington stiegen seit 2007 demnach um 7,7 Prozent, die Mieten der FDL in Deutsch-

²¹⁷ Dies scheint im Widerspruch mit der niedrigen Eigenkapitalquote der LEG zu stehen. Man darf aber nicht übersehen, daß der „Unterschiedsbetrag aus der Kapitalkonsolidierung“ über 900 Millionen Euro ausmacht, die zwar nach Auffassung der Gutachter nicht als Eigenkapital anzusehen sind, für die aber eben auch keine Zinszahlungen zu leisten sind.

land sogar um 10,4 Prozent während die Neu- und Wiedervermietungsmieten im Durchschnitt nach den Zahlen des BBSR nur um 6,2 Prozent gestiegen sind.²¹⁸

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

Tabelle C-4: Entwicklung der durchschnittlichen Nettokaltmieten bei verschiedenen Wohnungsunternehmen in Euro je m² und Monat im Vergleich mit dem Bundesdurchschnitt

Quellen: Geschäftsberichte und BBSR-Wohnungsmarktbeobachtungssystem, IDN ImmoDaten GmbH

Es ist erstaunlich, daß die Mieten bei der Deutschen Annington und bei Immeo / FDL seit 2007 so deutlich zugelegt haben, obwohl deren Wohnungsbestände nicht gerade in Wachstumsmärkten konzentriert sind.

Die Mietpreispolitik der Finanzinvestoren ist selbstverständlich nicht uniform. Hinter den angeführten Durchschnittszahlen verbergen sich Mietentwicklungen auf sehr unterschiedlichen Märkten und Erhöhungen mit unterschiedlichen Begründungen. Die von den neuen Finanzinvestoren durchgesetzten Mieterhöhungen tragen den Wettbewerbsbedingungen an den verschiedenen Standorten ihrer Wohnungsbestände Rechnung. Entsprechend differenziert fällt das Bild aus. Dies kann anhand der zwischen 2006 und 2011 verzeichneten Entwicklung der erzielten Durchschnittsmieten an verschiedenen Gagfah-Standorten gezeigt werden (siehe Abschnitt B.II.6.2).

Die Mietpreisentwicklung der von Finanzinvestoren beherrschten Wohnungsunternehmen ist Ausfluß der mit den Geschäftsmodellen verbundenen Renditeansprüche. Die Unternehmen zielen auf eine Maximierung der Ist-Mieterlöse ab. Die jährliche Mietsteigerungsrate im Gesamtbestand gilt dementsprechend als wichtige Erfolgskennzahl. Die sich am Markt bietenden Mietsteigerungsmöglichkeiten werden im Rahmen der rechtlichen Möglichkeiten weitgehend ausgeschöpft. Teilbestände, deren aktuelle Durchschnittsmiete deutlich hinter der Vergleichsmiete zurückbleibt, sind für Finanzinvestoren besonders interessante Übernahmobjekte, wenn sie entsprechend günstig eingekauft werden können, denn sie erlauben die größten prozentualen Mieterhöhungen. Das gilt entsprechend auch für Sozialwohnungsbestände, bei denen der Ablauf der öffentlichen Bindungen absehbar ist.

²¹⁸ Der Vergleich mit den BBSR-Zahlen hinkt insofern, als diese Zahlen erhöhte oder nicht angepaßte Bestandsmieten gar nicht mit einschließen.

Im März 2010 hat die Dresdner Woba 6.964 ihrer Mieter eine sogenannte „Flatrent“ schriftlich angeboten. Das Angebot war mit einem warnenden Hinweis auf die Verbraucherpreisentwicklung der letzten Jahre verbunden (sz-online v. 13.4.2010). Es handelt sich um eine freiwillige Vereinbarung mit dem Inhalt, daß die Grundmiete einmalig um 10 Euro pro Monat steigt und die Gagfah / Woba im Gegenzug für zwei Jahre auf Mieterhöhungen auf die ortsübliche Vergleichsmiete verzichtet. Mieterhöhungen nach Modernisierungen bleiben davon unberührt. Es dürfte dem Unternehmen hier weniger um die Planungssicherheit der Mieter als um die Möglichkeit gegangen sein, die Miete auch über gesetzliche und vertragliche Grenzen (Sozialcharta) hinaus zu steigern. Die Verunsicherung der Mieter, die mit der Prüfung des Angebots überfordert sind, wird dabei in Kauf genommen.

Der Hinweis auf den intensiven Mieterschutz in Deutschland trägt unseres Erachtens nur begrenzt. Die bekannten Unschärfen bei der Definition der ortsüblichen Vergleichsmiete sorgen bei erlösmaximierenden Vermietern für größere Reibungsflächen in der Mieter-Vermieter-Beziehung. Verschiedene Mietervereine berichten von „Griffen in die Trickkiste“, wenn die offenkundigen Mieterhöhungsmöglichkeiten ausgeschöpft erscheinen. Die Unternehmen versuchen dann, die Miete bis an die Obergrenze der angegebenen Mietpreisspannen zu erhöhen oder sie entwickeln an den Haaren herbeigezogene Begründungen für eine Änderung der Wohnlagen- oder Baujahrgruppenzuordnung einer Wohnung. Auch die von der Gagfah an verschiedenen Standorten eingesetzte Flatrent ist als ein kreatives Mieterhöhungsmittel anzusehen, wenn andere Möglichkeiten ausgereizt sind.

I.6.2 Leerstand und Erlösschmälerungen

Die Leerstandsentwicklung wird zu Recht als ein zentraler Erfolgsfaktor in der Wohnungswirtschaft angesehen. Ein Wohnungsunternehmen kann auf steigende Leerstände nicht mit entsprechenden Kapazitätsanpassungen reagieren, weil der größte Teil der laufenden Kosten Fixkostencharakter hat (Kostenstrukturrisiko). Das gilt insbesondere für die fixen Kapitalkosten. Die von Finanzinvestoren beherrschten Unternehmen sind hier wegen ihres zum Teil sehr hohen Verschuldungsgrades besonders anfällig. Das Kostenstrukturrisiko wirkt als Verstärker des Marktrisikos und das Finanzstrukturrisiko schwächt im Falle eines hohen Fremdkapitalanteils an der Bilanzsumme die Widerstandsfähigkeit der Unternehmen.

Finanzinvestoren schrecken grundsätzlich nicht davor zurück, auch sogenannte „Problemimmobilien“ zu übernehmen. Im Rahmen von opportunistischen Akquisitionsstrategien können Objekte mit einem hohen Leerstand sogar besonders interessante Investmentziele sein. Das setzt allerdings voraus, daß der Investor eine „Turnaround“-Strategie entwickelt hat, um den Leerstand spürbar abzusenken und der Einkaufspreis ein solches Turnaround-Szenario nicht reflektiert.

Die von Finanzinvestoren beherrschten Wohnungsunternehmen haben nach der Übernahme nicht selten spürbare Erfolge beim Abbau der Leerstandsquoten erzielt. Solche Erfolge waren

auf intensivierte Vertriebsbemühungen, stellenweise auch auf zielgruppengerechte Modernisierungsaktivitäten zurückzuführen.

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

Tabelle C-5: Leerstandsquoten in Prozent

Quellen: Geschäftsberichte

In NRW sind die von einem erhöhten Leerstandsrisiko betroffenen Immobilien meistens nicht allein aufgrund von Managementdefiziten schwer vermietbar. Ein großer Teil der von Finanzinvestoren kontrollierten Wohnungsbestände liegt in Stadtregionen mit negativer oder stagnierender Bevölkerungsentwicklung und wachsenden Wohnungsüberhängen. Zudem gehören die ehemaligen Sozialwohnungen, die von den Investoren übernommen wurden, in der Regel nicht zum gehobenen Standard und sie befinden sich auch größtenteils nicht in bevorzugten Wohnlagen. Unter diesen Bedingungen kann es schwierig sein, eine nicht mehr ganz zeitgemäße Wohnung an einer lauten Durchgangsstraße zu vermieten. Der Leerstandsabbau an Mietermärkten erfolgt entweder über Preiszugeständnisse oder über zusätzliche Vermietungsanreize.

Um die Vermietungsquote zu erhöhen, werden etwa mietfreie Monate nach der Anmietung gewährt. Im Vertrieb werden auch Sachprämien eingesetzt, um Leerstandsdauer und Leerstandsquote positiv zu beeinflussen. Ein Beispiel hierfür sind die sogenannten „Hammer-Wohnungen“ der Gagfah, bei denen als Prämie für eine Anmietung ein Baumarktgutschein ausgegeben wird. Mit diesem psychologisch nicht ungeschickten Anreiz wird besonders die Vermietung von renovierungsbedürftigen Wohnungen erleichtert. Derartige Anreize werden aber nicht flächendeckend angewendet, sondern nur in Teilbeständen mit einer schwierigen Vermietungssituation.

In schwierigen Märkten werden neben Sachprämien noch andere Instrumente eingesetzt, um den Leerstand zu drücken. Für spezielle Siedlungsbereiche kann eine Task Force eingerichtet werden, die durch zusätzliche Mitarbeiter oder unternehmensexterne Makler verstärkt wird. Dabei wird für klar definierte Objekte der Vertriebs Erfolg mit Hilfe erfolgsorientierter Zahlungen in Abhängigkeit von den erzielten Mieten und Abschlußquoten gesteuert.

Als Instrument der Leerstandsbekämpfung hat sich außerdem die Schaffung von Vermietungsmultiplikatoren bewährt. Dabei werden Bestandsmieter mittels ausgesetzter Prämien motiviert, neue Mieter zu gewinnen. Auch dieses Instrument wird in der Regel nur für schwer vermietbare Wohnungen eingesetzt.

I.7 Neugestaltung von Organisation und Geschäftsprozessen

Restrukturierungen sind ein wesentliches Merkmal der Übernahme von Beteiligungen durch Private Equity Fonds. Zu unterscheiden sind Restrukturierungen, die bereits im Rahmen der Übernahmetransaktion erfolgen, um die neue Beteiligung und deren Finanzierung zu organisieren, Restrukturierungen während der Managementphase, die zum Beispiel der Optimierung von Geschäftsabläufen, der Personalkostensenkung, der Abstoßung nicht mehr benötigter Betriebsteile oder der Umfinanzierung dienen und Restrukturierungen zur Vorbereitung des Exits oder im Zuge eines Teilexits, die die Unternehmen attraktiver für eine Veräußerung machen oder die Börsenfähigkeit herstellen sollen.

I.7.1 Entwicklung der Personalbestands

Bei allen vier großen Plattformen ist es bereits unmittelbar nach Abschluß der großen Übernahmetransaktionen zu einem kräftigen Personalabbau gekommen. Die „Effizienz“ des Personaleinsatzes gemessen an dem Indikator Wohneinheiten / Mitarbeiter konnte bei der Gagfah und der Deutschen Annington gewaltig gesteigert werden. Bei der LEG trat dieser Effekt in abgeschwächter Form auf.

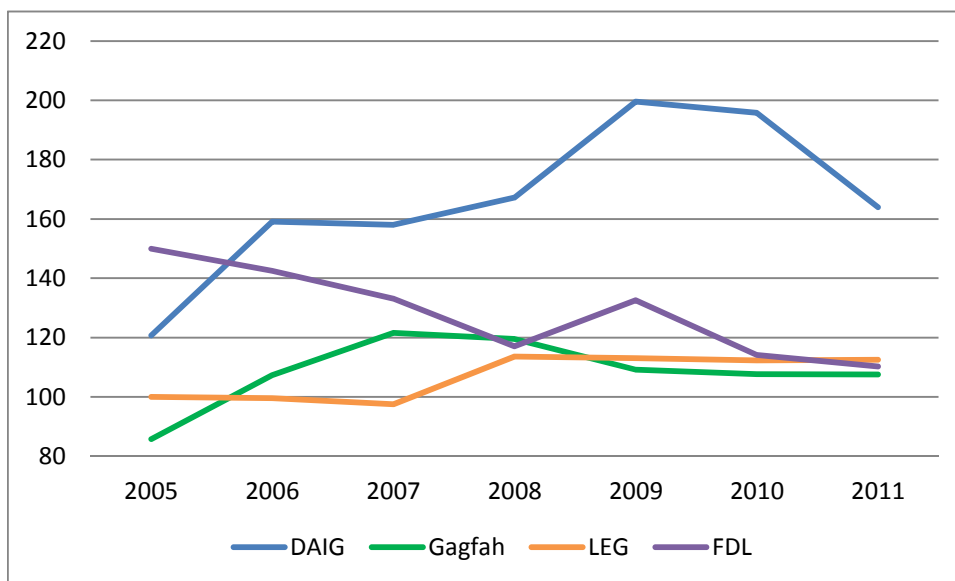


Abbildung C-4: Anzahl Wohneinheiten pro Mitarbeiter 2005-2011 für die vier großen Plattformen (DAIG einschl. Verwaltungsbestand)

Die Vergleichbarkeit der absoluten Niveaus dieses Indikators ist allerdings eingeschränkt, weil bei Gagfah und LEG die eigenen Hausmeister Teil des konsolidierten Personalbestandes sind, wohingegen die Deutsche Annington bislang keine eigenen Hausmeister beschäftigt hatte. Wenn die Annington nun im geplanten Umfang eigene Hausmeister einstellt, dann werden sich die Indikatorwerte einander annähern. Es scheint, daß für Wohnungsunternehmen mit eigenem Hausmeisterservice bei 110-120 Wohnungen pro Mitarbeiter eine Grenze der Effizienzsteigerung erreicht ist, die nur schwerlich überwunden werden kann.

Die Deutsche Annington unterscheidet sich von den anderen Großplattformen vor allem dadurch, daß sie zwei Mal damit angesetzt hat, mittels großer Reorganisationen den Personalbestand deutlich abzubauen.

I.7.2 Unbundling / Outsourcing

Organisationsreformen mit dem Ziel der Effizienzsteigerung können grundsätzlich zwei Formen annehmen:

1. Teilprozesse werden verbessert oder reorganisiert
2. Teilprozeß-Outsourcing (Make or Buy)

Natürlich kann es im Rahmen eines größeren BPR-Projektes auch dazu kommen, daß gleichzeitig bestimmte Teilprozesse reorganisiert und andere ausgelagert werden.

Auch Wohnungsunternehmen können mit dem Instrument der Geschäftsprozeßmodellierung modellhaft in Teilprozesse, Funktionen und Schnittstellen zerlegt werden. Eine derartige Analyse hat eine Verselbständigung der Teilprozesse und Funktionen zur Folge. Im Rahmen einer Optimierung des Geschäftsprozesses stellt sich dann die Frage, welche Kernaufgaben oder Schlüsselprozesse die Organisation selbst erfüllen sollte und welche Nebenprozesse man an externe Anbieter vergeben kann.

Die in der Studie behandelten Fallstudien haben gezeigt, daß die Grenze hier je nach Organisation ganz unterschiedlich gezogen wird. Die Wohnungswirtschaft kann auf eine breite Palette von extern angebotenen Dienstleistungen zurückgreifen: Es gibt unter anderem spezialisierte externe Anbieter für Bau-Projektmanagement, Hausmeisterdienste, Rechnungserfassung, Nebenkostenabrechnung, Inkassowesen, EDV-Dienstleistungen und Call center-Betrieb. Daneben gibt es Anbieter von integrierten Dienstleistungsbündeln in den Bereichen Facility-, Property- und Asset-Management.

Die Spezialanbieter können Economies of scale realisieren und sie zahlen meistens niedrigere Löhne. Sie unterliegen oft gar keiner Tarifbindung und wenn ein Tarifvertrag zur Anwendung kommt, dann ist es nicht der für die Wohnungswirtschaft. Besonders für das Outsourcing geeignet sind Massengeschäfte mit nur wenigen Schnittstellen zu anderen Teilprozessen.

Vom echten Outsourcing zu unterscheiden sind interne Funktionsauslagerungen wie die Auslagerung der Inkassofunktion bei der Deutschen Annington in eine eigenständige Tochtergesellschaft. Solche Verselbständigungen von Funktionen sind oft von dem Motiv getrieben, Personalkosten einzusparen. Ein solcher Einsparungseffekt kann sich daraus ergeben, daß in der Tochtergesellschaft nach einem anderen Tarif bezahlt wird.

Auch mit internen Funktionsauslagerungen löst man einen Teilprozeß aus seinen bisherigen Prozeßbezügen heraus. Das kann im Inkassobereich eine andere Handhabung von Ermessensfällen zur Folge haben. Wegen der rechtlichen Verselbständigung wird möglichen Rückwirkungen von Entscheidungen auf andere Prozesse und Funktionen weniger Beachtung geschenkt.

Die von uns untersuchten von Finanzinvestoren kontrollierten Plattformen waren im Hinblick auf das Make or Buy von großen Unterschieden gekennzeichnet. Die großen Plattformen (Gagfah, Deutsche Annington, LEG, Immeo) sind sämtlich als voll integrierte Wohnungsunternehmen anzusehen. Das Outsourcing bezog sich bei ihnen nur auf einzelne Teilprozesse wie zum Beispiel des Bau-Projektmanagement bei der Gagfah oder die Hausmeisterdienste bei der Deutschen Annington.

In dieser Hinsicht waren die kleineren Unternehmen ganz anders aufgestellt. Tower und SDIC haben für den größten Teil der angekauften Wohnungsbestände auf externe Immobilienverwalter zurückgegriffen. Die Centuria hat die Grenzen des Outsourcings sogar noch weiter gezogen. Bei den von Centuria Capital initiierten Fonds ist regelmäßig sogar das Asset Management ausgelagert, wenn auch in eine eigene Tochtergesellschaft, die diese Dienste zugleich für Dritte anbietet. Die australischen Investoren der BGP haben einen ähnlichen Ansatz verfolgt. Die Fallstudien haben die Risiken dieser Art von arbeitsteiliger Bewirtschaftung von Wohnimmobilien im einzelnen gezeigt.

Doch auch das Outsourcing einzelner Teilprozesse ist nicht frei von Gefahren und Risiken. Es entsteht eine Abhängigkeit gegenüber dem Dienstleister, der im Namen des Unternehmens agiert. Die Risiken liegen hier in der Qualität der erbrachten Leistung, in der Preisentwicklung und in einer möglichen Insolvenz des Dienstleisters. Eigenes Know How geht verloren bzw. wandert in andere Unternehmen ab. So ist das Outsourcing der Nebenkostenabrechnung kaum rückgängig zu machen. Die Beziehung zwischen dem Auftraggeber und dem Dienstleistungsanbieter ist eine typische Prinzipal-Agent-Beziehung und insoweit ist sie auch anfällig für opportunistisches Verhalten. Ein totaler Rückzug des Leistungsempfängers ist daher gar nicht möglich. Ihm verbleibt die Überwachungsaufgabe und er muß sicherstellen, daß er seine Marktkennntnis nicht verliert.

Alles in allem sind die integrierten Plattformen ihren Aufgaben im Bereich des Property und Asset Management besser gerecht geworden als die arbeitsteiligen Plattformen. Die Übernahme der Kontrolle über einen überregionalen Hausverwalter begründet nicht automatisch ein reibungslos und effizient arbeitendes Wohnungsunternehmen. Am schlechtesten abgeschnitten haben aber die Modelle, die hauptsächlich auf externe Verwalter gesetzt haben.

I.7.3 Die Rolle der Geschäftsprozeßneugestaltung im Strategiemix

Auch im Hinblick auf Organisations- und Strukturreformen kann man die neuen Finanzinvestoren nicht alle über einen Kamm schlagen. Das Performance Management hat bei den verschiedenen Investoren eine ganz unterschiedliche Bedeutung. Die hier näher betrachteten Unternehmensplattformen kann man bezogen auf die Rolle des Performance Managements grob in sechs Gruppen einteilen:

- Die Deutsche Annington zeigte sich wiederholt bereit, radikale Organisations- und Strukturreformen vorzunehmen. Sie ist in dieser Hinsicht nicht nur wesentlich radikaler vorgegangen als beispielsweise kommunale Wohnungsunternehmen. Auch im Vergleich mit anderen von Finanzinvestoren beherrschten Unternehmen, die in dieser

Studie untersucht wurden, ist das entschlossene Vorgehen der DAIG ohne Parallele. Für den revolutionären Ansatz der Deutschen Annington steht vor allem das in Teilen gescheiterte Reorganisationsprojekt Clear Water. Mit einer derart grundlegenden, nicht-evolutionären Neugestaltung von Geschäftsprozessen sind natürlich erhebliche Risiken verbunden. Der Aktionismus der Deutschen Annington ist damit zu erklären, daß das Performance Management im Verlauf des Investments immer mehr als entscheidender Strategiebaustein angesehen wurde. Diese Entwicklung könnte mit dem enttäuschenden Verlauf der Einzelverkäufe in der Anfangszeit nach der Viterra-Übernahme zusammenhängen. Es zeichnete sich ab, daß die ehrgeizigen Privatisierungsziele unabhängig von der aktuellen Verfassung der Immobilienmärkte nicht zu erreichen waren. Insoweit hätte der Strategiewechsel auch ein unfreiwilliges Element gehabt.

- Die Gagfah und Immeo / FDL haben im Bereich der Geschäftsprozeßneugestaltung vorsichtiger agiert. Es ging diesen Unternehmen nach dem Eindruck der Gutachter eher um eine evolutionäre als um eine revolutionäre Optimierung der Geschäftsprozesse. Die Gagfah hat sich um die Identifikation von Teilprozessen bemüht, die ohne größere Reibungsverluste an externe Dienstleister vergeben werden können. Dabei hat sie sich als durchaus lernfähig erwiesen. So wurde das Call Center-Experiment schnell wieder rückgängig gemacht. Sehr gut aufgestellt ist die Gagfah im Bereich Reparatur- und Instandhaltungsmanagement. Ein großer Teil der anfallenden Arbeiten wird von der eigenen Hausmeistertochter erledigt, während das Management größerer Projekte vertraglich fremdvergeben ist. Die relative Zurückhaltung von Gagfah und Immeo / FDL im Bereich der Reorganisation hat nach unserer Einschätzung zwei Gründe²¹⁹: Zum einen wurden relativ leistungsfähige und effiziente Strukturen mit begrenztem Optimierungspotential übernommen. Zum anderen war der Strategiemix insgesamt stärker auf die Realisierung von Veräußerungsgewinnen (Discount Deal) ausgerichtet als bei der Deutschen Annington. Die Veräußerungsgewinne sollten / sollen aber nicht aus Einzelprivatisierungen generiert werden, sondern aus zukünftigen Verkäufen von Teilportfolien. Diese Exitstrategie erlaubt den Investoren aber ein geduldigeres Vorgehen. Sehr vereinfachend kann man sagen, daß sie nur abwarten müssen, bis sich die Märkte drehen.
- Die LEG war bei der Geschäftsprozeßneugestaltung eher zurückhaltend. Sie hatte allerdings angesichts der Bindungen durch die Sozialcharta auch weniger Spielraum für grundlegende Organisationsreformen.
- Bei Babcock und Brown hat man versucht, durch die Übernahme der Krüger Immobilien GmbH ad hoc einen überregionalen Verwalter für das Property Management des gesamten Bestandes zu gewinnen. Das kann grundsätzlich eine vernünftige Strategie sein, die allerdings nach der Übernahme erhebliche Anstrengungen des Managements

²¹⁹ Bei der Gagfah ist außerdem auf den Einfluß der Sozialchartas für die Alt-Gagfah und das Dresdner Portfolio zu verweisen. In den Gagfah-Geschäftsberichten sind für 2010 waren 12,8 Mio. und für 2011 14,6 Mio. Euro an Restrukturierungskosten ausgewiesen.

zur organisatorischen Integration des übernommenen Verwalters erfordert. Mit Krüger Immobilien hatten die australischen Investoren offenbar aufs falsche Pferd gesetzt.

- Bei SDIC und Tower handelt es sich eindeutig um opportunistische Investoren, bei denen das Performance Management im Strategiemix ursprünglich keine Rolle spielte. Im Unterschied zu Gagfah und Deutscher Annington sind SDIC und Tower aus dem Ankauf vieler kleinerer Portfolien entstanden. Daraus ergaben sich zwei Folgen: Es stand keine funktionsfähige Organisation für die Verwaltung des Gesamtbestandes zur Verfügung und die Bestände waren breit im Raum gestreut. Beide Unternehmen hatten sich ursprünglich dafür entschieden, den Wohnungsbestand im Wesentlichen von externen Hausverwaltungen betreuen zu lassen und diese Entscheidung war ausschlaggebend für ihr Scheitern. Spätere Versuche, eine eigene, stärker zentralisierte Verwaltungsstruktur aufzubauen, waren eine Reaktion auf die Nichteignung der externen Verwaltungsstrukturen für die Bewirtschaftung von räumlich breit gestreuten Beständen mit verbreiteten Performanceschwächen.
- Bei der Centuria gibt es eine etablierte Arbeitsteilung zwischen dem Asset Managementanbieter und dem Fondsinitiator. Die WVB Centuria GmbH bietet allerdings Asset Management und Immobilienverwaltung auch für Dritte an. Wie dieser Verwalter sich konkret verhält hängt von den vereinbarten Budgets und der Performance des betreuten Immobilienbestandes ab. Obwohl diese arbeitsteilige Struktur sich nicht unbedingt bewährt hat, stand eine Reorganisation offenbar nie zur Diskussion.

Die unterschiedliche Rolle des Performance Managements im Strategiemix der einzelnen Investoren ist nicht in erster Linie mit den individuellen Einstellungen und Vorlieben der Verantwortlichen zu erklären. Wichtiger sind in diesem Zusammenhang die von den Investoren verfolgten Akquisitions- und Exitstrategien. Es scheint, daß bei keinem der betrachteten Unternehmen dem Performance Management von Anfang an die strategische Hauptrolle zugeacht war. SDIC und Tower glaubten, das Problem ohne weiteres an externe Verwalter delegieren zu können. Deutsche Annington, Gagfah und Immeo / FDL haben sehr große Organisationen unter ihre Kontrolle gebracht und versucht, diese evolutionär zu optimieren. Nur bei der Deutschen Annington hat das Performance Management im Verlauf wesentlich an Bedeutung gewonnen. Eine gewisse Parallele dazu bilden die Korrekturmaßnahmen bei SDIC und Tower (Insourcing der Immobilienverwaltung). Man könnte die These vertreten, daß bei allen untersuchten Investments ursprünglich die Erzielung von Veräußerungsgewinnen im Vordergrund der Strategie stand. Das Performance Management in seiner radikalen Form entdecken die Investoren offenbar erst dann, wenn sie mit drückenden Performance-Problemen konfrontiert sind oder sie ihre Hoffnungen auf passive Veräußerungsgewinne entschwinden sehen.

Weiterhin fällt auf, daß die Aufspaltung von Immobilieneigentum, Asset- und Property-Management in den untersuchten Fällen immer zu erheblichen Problemen geführt hat und dies unabhängig davon, ob der Verwalter eine Tochtergesellschaft war oder nicht und auch unabhängig davon, ob der Verwalter regional oder überregional tätig war.

I.8 Fazit: Verhalten sich die neuen Investoren anders?

Worin unterscheiden sich die neuen Finanzinvestoren von den altbekannten? Sie streben mit unterschiedlicher Intensität nach spürbaren und nachhaltigen Kostensenkungen in der Bewirtschaftung der von ihnen kontrollierten Portfolios. Dazu setzen die internationalen Investoren verschiedene Werttreiber anders ein (Kofner 2008b). Ein Werttreiber sind Skaleneffekte (Economies of Scale) großer Wohnungsportfolios, die sich beispielsweise beim zentralen Einkauf von Leistungen realisieren lassen.

Außerdem bemühen sie sich um spürbare Kostensenkungen im Personalbereich. Dazu setzen sie unter anderem das Instrument der Geschäftsprozeßneugestaltung zur konsequenten Prozeßoptimierung ein. Sie gestalten Teilprozesse neu, vergeben sie an externe Dienstleister oder holen bisher an externe Anbieter vergebene Leistungen wieder in die eigene Organisation oder in Joint Ventures zurück. Was als Kernprozeß anzusehen ist und was nicht wird zeit- und organisationsabhängig unterschiedlich eingeschätzt. Ein weiterer Ansatzpunkt der Geschäftsprozeßneugestaltung ist die Zentralisierung oder Dezentralisierung von Prozessen.

Nicht untypisch für die neuen Finanzinvestoren scheinen außerdem eine deutliche Rückführung des laufenden Instandhaltungsaufwandes und eine Fokussierung der Modernisierungsinvestitionen zu sein. Mietrückstände gegenüber der Vergleichs- bzw. Marktmiete versucht man im Rahmen der rechtlichen Beschränkungen aufzuholen. Ein weiterer Werttreiber ist der Abbau des Leerstandes im gesamten Bestand.

Die Fixierung auf die Aktivierung der verschiedenen Werttreiber zur Verbesserung des Ergebnisses hat zu einer Kennzahlenfixierung der Organisationen geführt. Die zu erreichenden Werte der Kennzahlen etwa zur Leerstandsentwicklung, zu den Verwaltungskosten pro Wohneinheit oder zur Mietanpassung werden in den Organisationen soweit heruntergebrochen, daß eine möglichst klare Verantwortung für ihre Erfüllung besteht. Der Trend zur Kennzahlenfixierung besteht auch auf der Finanzierungsseite, wo periodisch gemessen wird, ob und inwieweit die festgelegten Werte der vereinbarten Covenants eingehalten werden.

Die Kennzahlenfixierung, so rational sie auf den ersten Blick erscheint, verführt zu einer unflexiblen Tunnelperspektive auf die Organisation. Die Mitarbeiter stehen ständig unter Leistungsdruck und die Organisationen werden einseitig auf die Erfüllung der Kennzahlen hin getrimmt. Das heißt aber auch, daß alle Leistungen, die nicht in Form von Kennzahlen gemessen und kontrolliert werden, von vornherein eine mindere Wertigkeit haben. Kennzahlensysteme können die ganzheitliche Sicht auf die Organisation verstellen und sie neigen dazu, eine ungesunde Eigendynamik zu entfalten. Es erscheint nur konsequent, von der Organisation zu fordern, daß alle wesentlichen Kennzahlen sich ständig verbessern, aber das ist natürlich auf Dauer nicht möglich.

Diese Aussagen sind verallgemeinernder Natur. Es wurde gezeigt, daß eine allgemeine Tendenz der Finanzinvestoren besteht, beispielsweise den Aufwand für die laufende Instandhaltung herunterzufahren, aber dies wird mit unterschiedlicher Intensität praktiziert. Individuelle Verhaltensunterschiede zwischen den verschiedenen Investoren können auf unterschiedliche

Entwicklungen der regionalen Wohnungsmärkte, auf einen unterschiedlichen Zeithorizont der Investoren, auf ein unterschiedliches Geschäftsmodell oder unterschiedliche Finanzierungsstrukturen und -bedingungen zurückzuführen sein.

Die Vermutung, daß an Mietermärkten, wo ein spürbarer Wettbewerbsdruck herrscht, auch die von Finanzinvestoren gesteuerten Gesellschaften um ein gutes Verhältnis zu ihren Mietern bemüht sind²²⁰, konnte aber nicht bestätigt werden. Dem steht zum Teil auch der aus der hohen Verschuldung der Unternehmen resultierende wirtschaftliche Druck entgegen. Die Reaktion der Finanzinvestoren auf Mietermarktsituationen besteht im Allgemeinen weniger in einer stärkeren Kundenorientierung oder einem verbesserten Kundenservice als vielmehr in der Entwicklung von Werbestrategien und Lockvogelangeboten.

Neben dem Wettbewerbsumfeld prägen auch der Zeithorizont und das Geschäftsmodell des jeweiligen Investors sein Verhalten. Das Geschäftsmodell der kurzfristig engagierten Investoren („Hunter“) beruht vor allem auf Handelsgewinnen, während die längerfristig orientierten Finanzinvestoren („Farmer“) auch Werthebel einsetzen, die erst auf mittlere Sicht den Unternehmenswert steigern (OC&C 2007).

Die unternehmensstrategischen Entscheidungen der Investoren sind oft eine Reaktion auf Änderungen in ihrem Finanzierungsumfeld. Entscheidungen darüber, ob ein Unternehmen an die Börse gebracht, ein Teilportfolio veräußert oder eine Neugestaltung der Geschäftsprozesse versucht wird, können Antworten auf Änderungen im Wohnungsumfeld sein (zum Beispiel steigende Immobilienpreise). In der Mehrzahl der Fälle sind sie aber mit Änderungen im Finanzierungsumfeld der Investoren zu erklären (zum Beispiel Veräußerung von Teilportfolien wegen Problemen bei der Refinanzierung von Großverbriefungen). Aus diesen Abhängigkeiten, denen kommunale oder genossenschaftliche Unternehmen in dieser Intensität nicht unterliegen, ergibt sich grundsätzlich eine größere Veränderungsdynamik auf der Plattformebene. Man könnte auch von Instabilität sprechen.

Finanzwirtschaftliche und wohnungswirtschaftliche Entscheidungen werden innerhalb einer von Finanzinvestoren kontrollierten Struktur auf unterschiedlichen Ebenen getroffen, die funktional und organisatorisch getrennt sind. Und dabei herrscht eine eindeutige Hierarchie: Nicht das Wohnungsgeschäft bestimmt die Finanzierungsstrategie, sondern umgekehrt. Die Architektur des Finanzmarktproduktes bestimmt mit ihren spezifischen Anforderungen die Handlungsspielräume des Wohnungsgeschäftes.

²²⁰ Siehe dazu den Überblick in DStGB 2007, S. 8-10.

C.II Entwicklungsszenarien und Risikobewertung

Die Auswertung der Fallstudien hat ergeben, daß die Finanzinvestoren sich von klassischen Eigentümern größerer Wohnungsbestände durch ihre Erwartungshaltung und ihren Zeithorizont unterscheiden. Daraus ergeben sich Unterschiede im Bewirtschaftungsverhalten, die größtenteils nicht im Sinne der Mieter und der anderen betroffenen Stakeholder sein dürften.

Es ist sicher, daß die heute in NRW operierenden Finanzinvestoren wie Terra Firma, Fortress oder Goldman Sachs sich in absehbarer Zeit aus ihren Investments zurückgezogen haben werden. Wie dieser Rückzug im Einzelfall aussehen wird, ob er freiwillig oder erzwungen sein wird, zu welchem Zeitpunkt er stattfindet und in wessen Händen die Wohnungsbestände schließlich landen werden, das alles ist aus heutiger Sicht unbestimmt.

Aussagen über die Zukunft der einzelnen Plattformen sind daher grundsätzlich nur in Form von Refinanzierungs- und Entwicklungsszenarien möglich. Den Ausgangspunkt für die Ableitung der Szenarien bildet die Beschäftigung mit den Risikokalkülen und den Exitstrategien der Finanzinvestoren.

II.1 Das Risikokalkül der Finanzinvestoren

Das unternehmerische Risiko in der Wohnungswirtschaft setzt sich aus dem Markt-, dem Leistungs-, dem Kostenstruktur- und dem Finanzierungsstrukturrisiko zusammen (Kofner 2006a).

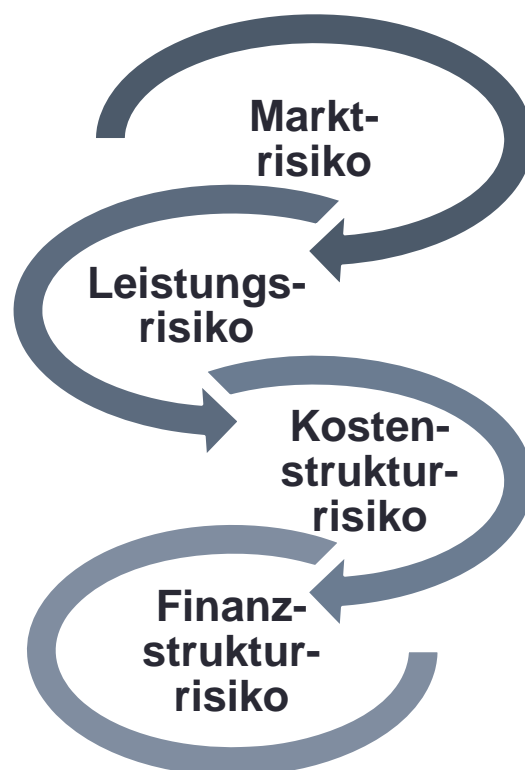


Abbildung C-5: Das unternehmerische Risiko in der Wohnungswirtschaft

Das *Marktrisiko* der Investoren (Leerstände, Mietausfälle) hängt in erster Linie vom Standortmix der übernommenen Bestände ab. Die einzelnen regionalen Teilmärkte werden sich in Zukunft auch weiterhin differenziert entwickeln. Die besonders attraktiven Bestände in den Metropolregionen (z.B. Köln, München), werden von den Kommunen selten zum Verkauf angeboten, weil dort auch die Versorgungsprobleme von den Stadtverwaltungen als besonders drängend empfunden werden. Leichterem Zugriff erhalten die Finanzinvestoren dagegen auf Bestände an Standorten mit schwierigen Ausgangsbedingungen (z.B. ehemalige Montanstandorte), was ihrem opportunistischen Geschäftsmodell sogar eher entspricht. Die übernommenen Bestände weisen daher zum Teil nicht unerhebliche Kumulrisiken auf. Diese sind aber von Portfolio zu Portfolio ganz unterschiedlich ausgeprägt. So haben im Annington-Portfolio die ehemaligen Viterrabestände einen vergleichsweise einseitigen Standortmix, während die übernommenen Eisenbahnerwohnungen über weite Teile des Bundesgebietes verteilt sind.

Die Fallstudien haben gezeigt, daß den Finanzinvestoren regelmäßig schwere Fehler bei der Einschätzung des Marktrisikos unterlaufen. Als drastische Beispiele lassen sich FdL / FdR, Babcock & Brown, Tower und SDIC anführen. Den Aktivitäten dieser Investoren lag eine lediglich makrofundierte Investmentthese zugrunde, deren Gültigkeit sich auf alle Teilmärkte erstrecken sollte. Bei der Vorbereitung ihrer Ankaufentscheidungen haben sie zu wenig Wert auf die klassische Markt- und Standortanalyse gelegt. Das soll nicht heißen, daß man mit Beständen an benachteiligten Standorten grundsätzlich keinen Gewinn erzielen kann. Das wirtschaftliche Potential ist hier aber eine Frage des Kaufpreises und der Leistungsfähigkeit von Organisation und Management.

Es ist kein Zufall, daß Finanzinvestoren das Marktrisiko nicht selten falsch einschätzen. Besonders anfällig sind in dieser Hinsicht sogenannte Discount deals, also spekulative Engagements in scheinbar unterbewertete Portfolios oder Wetten auf zyklische Markterholungen. Investoren, die zweistellige Renditen nach Steuern anstreben, sind gezwungen, sich bewußt gegenüber Marktrisiken zu exponieren, um das Niveau ihrer Renditeerwartungen zu rechtfertigen. Sie müssen kontrolliert Marktrisiken eingehen. Das liegt in der Logik ihrer Geschäftsmodelle.

Unter dem *Leistungsrisiko* versteht man alle Risiken im Zusammenhang mit der erbrachten Leistung. Es handelt sich hier also um prozeßspezifische Risiken, die auf allen Ebenen der Wertschöpfungskette (Beschaffung, Produktion, Absatz) auftreten können. Als Risikoursachen kommen hier unter anderem inadäquate Systeme und Kontrollmechanismen, menschliches Versagen oder Managementfehler in Frage. In der Immobilienwirtschaft fällt etwa das Risiko der termingerechten Fertigstellung von Bauprojekten unter die Leistungsrisiken. Finanzinvestoren schaffen besonders dann neue Risiken auf der Leistungsebene, wenn sie den strategischen Ansatz des Performance Management verfolgen und die Geschäftsprozesse neu gestalten (Business Process Reengineering, BPR), um die Verwaltungskosten zu senken. Das beste Anschauungsmaterial für die damit verbundenen leistungswirtschaftlichen Risiken bietet das von der Deutschen Annington durchgeführte Reorganisationsprojekt Clear Water. Ver-

schiedene Fallstudien haben außerdem gezeigt, daß sich Leistungsrisiken auch ergeben können, wenn die Wohnungsverwaltung an externe Dienstleister oder gerade erst übernommene Tochtergesellschaften vergeben wird.

Das *Kostenstrukturrisiko* wirkt als „Operating leverage“ (Verstärker) auf das Markt- und das Leistungsrisiko. Der hohe Fixkostenanteil wohnungswirtschaftlicher Investitionen schließt kurzfristige Kapazitätsanpassungen wie in der Industrie weitgehend aus. Ein großer Teil der Gesamtkosten eines Wohnungsunternehmens ist fix und kann bei sinkender Nachfrage kurz- und mittelfristig nicht abgebaut werden. Das hat zur Folge, daß die Auswirkungen von Umsatzschwankungen in der Zeit auf den operativen Gewinn stärker ausfallen als in anderen Branchen mit einem kleineren Fixkostenanteil an den gesamten Kosten.

Das ausgeprägte Kostenstrukturrisiko in der Wohnungswirtschaft spricht aus kaufmännischer Sicht an sich nicht dafür, sich auch noch beim *Finanzstrukturrisiko* zu exponieren, also noch zusätzlich einen hohen Verschuldungsgrad als „Financial leverage“ auf das Markt- und das Leistungsrisiko wirken zu lassen. Genau dies tun aber die Finanzinvestoren und besonders die Private Equity-Gesellschaften. Die alte kaufmännische Daumenregel, die Fremdfinanzierungsquote unter 80 Prozent zu halten, wird von ihnen systematisch verletzt. Mit einem extrem hohen Finanzierungshebel wird ein Übernahmeinvestment aber instabil. Wenn bestimmte Annahmen nicht aufgehen und die Gesamtkapitalrendite des Investments unter den durchschnittlichen Zins für die aufgenommenen Fremdmittel zu liegen kommt, dann fallen die negativen Auswirkungen auf den Gewinn aus dem Investment um so gravierender aus, je höher der Verschuldungshebel gewählt wurde.

Alles in allem sind die typischen Risiken bei den Übernahmen von öffentlichen oder werksverbundenen Wohnungsunternehmen so erheblich, daß es nicht Wunder nimmt, daß einige Transaktionen keinen unternehmerischen Erfolg hatten. Vor dem Hintergrund des bei Wohnungsunternehmen ausgeprägten Kostenstrukturrisikos stellen sich Finanzinvestoren typischerweise beim Markt-, beim Leistungs- oder beim Finanzstrukturrisiko besonders offensiv auf. In der Regel wird ein hohes Finanzstrukturrisiko bewußt mit einem ausgeprägten Markt- oder Leistungsrisiko kombiniert. Manche Investoren streben sogar bei allen Risikoarten nach einer hohen Risikoexposition.

Nicht zu vernachlässigen ist in diesem Zusammenhang die Frage, wo die Risiken in der Übernahmestruktur angesiedelt sind. Die Finanzinvestoren neigen dazu, Risiken asymmetrisch zu verteilen. Es ist Teil des Geschäftsmodells von Private Equity-finanzierten Übernahmen, daß eine Kumulation von Risiken auf der Plattformebene in Kauf genommen wird, von der man die Fondsebene und die Anleiheinvestoren abzuschotten versucht. Der Erhalt der Substanz der übernommenen Unternehmen hat nach dem Eindruck der Gutachter für die meisten Investoren keine originäre Bedeutung. Sie werden vielmehr als Zielobjekte einer mittelfristigen Wertungsstrategie betrachtet. Aufgrund dieser Sichtweise sind die Interessen anderer Stakeholder wie der Mitarbeiter oder der Mieter bei einer Übernahmetransaktion von vornherein insoweit nachrangig, als man annehmen kann, daß ein Erhalt des übernommenen Unternehmens in seiner Gesamtheit ihren Interessen eher entspricht.

II.2 Vergleich der Exitstrategien

Der Exit ist bei den verschiedenen untersuchten Plattformen unterschiedlich weit fortgeschritten und es sind unterschiedliche Exitkanäle genutzt worden. Jeder Finanzinvestor verfolgt mit seiner Plattform eine spezifische Exitstrategie, die den Besonderheiten seines Investmentansatzes und den qualitativen Eigenschaften der beherrschten Plattform (z.B. Anteil der Bestände, die für eine Mieterprivatisierung geeignet erscheinen) Rechnung trägt. Die verfolgten Exitstrategien müssen im Vollzug immer wieder an unerwartete Entwicklungen im operativen Umfeld angepaßt werden.

Es ist durchaus typisch, daß die Exitstrategie die parallele Nutzung verschiedener Exitkanäle beinhaltet. So hat die Fortress bei der Gagfah bereits im Jahr 2006 einen Teilexit durch einen Börsengang durchgeführt. In den folgenden Jahren sind noch weitere Aktien von den bei der Gagfah engagierten REPE-Fonds in den Markt gegeben worden. Parallel dazu hat die Fortress den Wohnungsbestand und die Verschuldung durch den Verkauf von Teilbeständen schrittweise geschrumpft. Nun steht offenbar der Verkauf größerer Teilportfolien bevor.

In zeitlicher Hinsicht erfolgt der Exit überwiegend nicht auf einem einzigen Kanal zu einem einzigen Zeitpunkt, sondern zeitraumbezogen unter Nutzung mehrerer Kanäle. Es handelt sich also nicht um einen einmaligen Akt, mit dem das Investment am Ende der Haltedauer liquidiert wird, sondern der Exit vollzieht sich bei den meisten Fonds in mehreren Schritten und zeitlich parallel zur Managementphase.

Ein weiteres Beispiel für einen solchen schrittweisen Exit ist die von der Stadt Berlin im Juli 2004 an ein Konsortium (bestehend aus der Beteiligungsgesellschaft Cerberus, dem Finanzinvestor Whitehall und der Investmentbank Goldman Sachs) verkaufte Wohnungsgesellschaft GSW mit 65.000 Wohnungen. Die Investoren haben schon kurz nach der Übernahme damit begonnen, geschlossene Immobilienfonds für Teilportfolios aufzulegen. Gleichzeitig haben sie an der Schaffung der Voraussetzungen für einen späteren Börsengang gearbeitet.

Von diesen Fällen unterscheidet sich die Exitstrategie, die Terra Firma bei der Deutschen Annington verfolgt, deutlich. Hier hat das Management zwar immer wieder einen Börsengang als präferierte Exitstrategie angekündigt, aber diesen Worten sind keine entsprechenden Taten gefolgt. Der Bestand war nach der anfänglichen Expansionsphase zwar das Objekt eines aktiven Portfoliomanagements (wurde also teilweise umgeschlagen) mit Schwerpunkt auf Einzelprivatisierungen. Anders als bei der Gagfah ist eine Nettoschrumpfung des Gesamtbestandes aber nur ansatzweise eingetreten. Da inzwischen der Zeitpunkt für die Refinanzierung der Großverbriefung GRAND bedrohlich nahegerückt ist, werden weitere Schritte in Richtung Exit erst nach einer abschließenden Regelung der anstehenden Refinanzierungsproblematik unternommen werden können. Es ist von außen schwer einzuschätzen, ob es sich bei der Deutschen Annington von vornherein um einen strategischen Ansatz mit einer längeren Haltedauer gehandelt hat, oder ob das Fondsmanagement aufgrund verpaßter Gelegenheiten in der Vergangenheit einen „Plan B“ verfolgt, der bei der Übernahme der eingegliederten Unternehmen gar nicht vorgesehen war.

Der Exit der Fortress aus der Plattform Gagfah ist wesentlich weiter fortgeschritten. Der Börsengang im Jahr 2006 war in dieser Hinsicht ein strategischer Meilenstein. Die Vorbereitungen für den Börsengang sind unmittelbar nach dem Abschluß der letzten großen Übernahmetransaktion eingeleitet worden. Das Timing dieses Börsenganges war für die engagierten Investoren sehr glücklich. Die Aktien des Wohnimmobilien-AG Gagfah sind seinerzeit auf ein sehr großes Interesse bei den Anlegern gestoßen.

Nachdem der Zuteilungspreis mit 19 Euro am oberen Ende der Preisspanne festgelegt worden war, eröffnete die Aktie am ersten Handelstag (19.10.2006) sogar bei 22 Euro. Die Emission war mehr als zehnfach überzeichnet. Durch den Börsengang sind dem Finanzinvestor Fortress aus dem Verkauf von 20 Prozent der Gagfah-Aktien 853 Millionen Euro als Emissionserlös zugeflossen. Die Fortress-Fonds haben in den Jahren nach dem IPO weitere 20 Prozent der Aktien schrittweise in den Markt gegeben. Diese wurden allerdings zum Teil von der Gagfah selbst wieder zurückgekauft.

Die Aktie wurde später in den Nebenwerteindex MDax aufgenommen. Die weitere Entwicklung der Gagfah-Aktie war für die Anleger allerdings eine einzige Enttäuschung. Die Aktie fiel im Gleichschritt mit den meisten anderen Immobilienaktien wie ein Stein und notierte bereits gegen Jahresende 2007 nur noch um die 12 Euro. Nach der Lehman-Insolvenz ging es weiter steil bergab. Das Papier fiel vorübergehend sogar unter 2 Euro. Im Frühjahr 2009 setzte eine Erholung des Aktienkurses ein und die Aktie bewegte sich danach über einen längeren Zeitraum in einem Korridor zwischen 6 und 8 Euro.

Neben der sektoralen Tendenz haben zu der beschriebenen Entwicklung der Gagfah-Aktie auch die instabile Gewinnentwicklung und die wenig transparente Strategie des Unternehmens (Wohnungsverkäufe, REIT-Emulation, Dividendenaussetzung, Aktienrückkäufe, etc.) beigetragen. Nach dem Eindruck der Gutachter hat das Management der Gagfah keine überzeugenden Erklärungen für die häufigen Strategiewechsel geliefert.

Davon abgesehen wurde die Gagfah auch von Organen, die der Finanzpresse zuzurechnen sind, mit negativer Berichterstattung überzogen, so daß der Ruf des Unternehmens als seriöser Vermieter gelitten hat. Immer wieder wurde in der Presse der zu geringe Instandhaltungsaufwand anhand von Kennzahlen und Einzelbeispielen thematisiert. Die Gagfah hat die Immobilienaktienkultur in Deutschland nicht befördert, sondern das Umfeld für nachfolgende Börsengänge von Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften eher belastet.

Wegen der angespannten Situation an den Kapitalmärkten dürfte aktuell kein weiteres Wohnungsunternehmen an den Kapitalmarkt streben. Zwei große Unternehmen haben aber bereits angekündigt, daß sie in den kommenden Jahren einen Börsengang planen. Die White Hall Funds der Investmentbank Goldman Sachs wollen mittelfristig die 2008 vom Land Nordrhein-Westfalen erworbene LEG an die Börse bringen und der britische Finanzinvestor Terra Firma bereitet das IPO der von seinen Fonds gehaltenen Deutschen Annington vor. Dieser Plan kann allerdings erst dann realisiert werden, wenn die Refinanzierung der Großverbriefung GRAND abschließend geregelt ist.

II.3 Verkauf an Finanzinvestoren als ergebnisoffener Transformationsprozeß

Die Fallstudien haben gezeigt, daß die Rechnungen der neuen Investoren zum Teil nicht aufgegangen sind. Ihre Investments in deutsche Wohnimmobilien waren offensichtlich nicht frei von Risiken. Der unternehmerische Erfolg ihrer Engagements muß allerdings nach Ebenen differenziert betrachtet werden. Wenn wir die Fremdkapitalseite außen vor lassen, ist vor allem die Differenzierung zwischen der *Plattformebene* und der *Ebene der Fondsinvestoren* aufschlußreich. Auf der Plattformebene waren fast alle von den Gutachtern untersuchten Fälle als unternehmerische Mißerfolge zu qualifizieren. Dabei handelte es sich nicht um unbedeutende Zielverfehlungen, sondern um dauerhafte Verluste, aufgezehrte Eigenkapitalpolster (Immeo), konkrete Insolvenzgefahren und zum Teil auch um tatsächliche Insolvenzen bzw. Teilinsolvenzen (Tower, SDIC). Wirtschaftlich am besten steht von den untersuchten Plattformen noch die Deutsche Annington da, doch auch hier konnten nicht alle gesetzten Ziele erreicht werden (z.B. auf dem Feld der Mieterprivatisierung).

Diese negativen wirtschaftlichen Entwicklungen waren aber nicht gleichbedeutend mit entsprechenden Verlusten für die Fondsinvestoren. Es gab extreme Fälle wie den der Übernahme der ThyssenKrupp-Werkswohnungstochter durch Morgan Stanley / Corpus, wo die Unternehmensplattform geschwächt wurde, während die Investoren sich mit Gewinn aus ihrem Investment verabschieden konnten. Es gibt freilich Gegenbeispiele wie Babcock & Brown und die Tower Group, wo die ursprünglichen Kapitalgeber ihr eingesetztes Kapital weitgehend verloren haben. Noch nicht abschließend beurteilen lassen sich in dieser Hinsicht die Deutsche Annington und die LEG. Bei diesen beiden Plattformen kann derzeit kein nachhaltiger Substanzverzehr konstatiert werden und wie die Endabrechnung für die Fondsinvestoren aussehen wird, ist aus heutiger Sicht ebenfalls noch eine offene Frage.

Die Fallstudien stellen zwar nur eine Auswahl aus allen von Finanzinvestoren beherrschten Plattformen dar, doch wird damit ein wesentlicher Teil des gesamten von Finanzinvestoren kontrollierten Wohnungsbestandes in NRW abgedeckt. Außerdem wurden unterschiedliche Typen von Finanzinvestoren berücksichtigt und die Untersuchung war insoweit nicht auf klassische Private Equity-Modelle beschränkt. Aus den Beobachtungen läßt sich der Schluß ziehen, daß der Verkauf von öffentlichen oder werksverbundenen Wohnungsunternehmen an Finanzinvestoren für die verkauften Unternehmen ein hohes *Risiko des Substanzverzehrs* darstellt und zwar unabhängig davon, um welchen Typ von Investor es sich handelt (z.B. Private Equity-Haus aus den USA, französischer REIT, dänische Immobilien-AG). Die Gründe dafür sind unterschiedlich, teils handelt es sich um aggressives Asset stripping zugunsten der Fondsinvestoren, teils um operatives Versagen des Managements.

Im Verlaufe eines solchen Prozesses des mehr oder weniger offenen Substanzverzehrs werden den übernommenen Unternehmen Liquidität und Eigenkapital entzogen und meistens werden auch Teilportfolien weiterverkauft, um die Übernahmeschulden zu senken. Während die Wohnungsbestände mit einer neuen Eigentümerstruktur erhalten bleiben, werden die Portfolios und die Organisationsstrukturen der übernommenen Unternehmen in den meisten Fällen grundlegend transformiert, dies durchaus auch mit der Zielstellung einer vollständigen Auflö-

sung. Vor diesem Hintergrund ist der Verkauf an derartige Investoren aus Sicht der Gutachter in seinen Konsequenzen nicht einschätzbar, weil der Verkäufer damit rechnen muß, daß er einem Käufer gegenübersteht, der sich selbst nur als Zwischenhändler ansieht. Eine Möglichkeit, zu prognostizieren, welche Teilportfolios am Ende welchen Zwischen- oder Endinvestoren zugeordnet sein werden, besteht für die Verkäuferseite grundsätzlich nicht, da die Käufer nicht auf einen bestimmten Exitfahrplan festgelegt sind, sondern vielmehr dazu neigen, sich bietende Gelegenheiten flexibel zu ihren Gunsten auszunutzen.

Zuzugeben ist allerdings, daß die kurz- oder mittelfristige Dekonstruktion des Portfolios der übernommenen Unternehmen nur bei klassischen Private Equity-Fonds als fester Bestandteil des Geschäftsmodells anzusehen ist. Ob französische REITS, dänische Immobilienaktiengesellschaften und andere Typen von Investoren hier eine grundlegend andere Strategie verfolgen, kann derzeit noch nicht abschließend eingeschätzt werden. Nach dem Eindruck der Gutachter hatten auch Investoren wie FdR / FDL oder Tower Group auf mittelfristige Wertsteigerungen in den übernommenen Portfolios gesetzt, die einmal durch Verkäufe realisiert werden müssen.

II.4 Refinanzierungsrisiken

Die kritische Frage ist, ob Annington, Gagfah und andere Plattformen eine Anschlußfinanzierung für ihre großen Verbriefungen erhalten werden bzw. ob es ihnen im Vorfeld der Prolongation noch gelingen kann, ihre Verschuldung gegenüber den Anleihegläubigern wesentlich abzubauen. Der Versuch der Beantwortung dieser Frage ist freilich teilweise spekulativer Natur.

Die jüngere Vergangenheit hat gezeigt, daß die Verbriefungsmärkte zeitweise völlig einfrieren können. Derzeit sind die Märkte für Großverbiefungen aufgrund der geänderten Risikoeinstellungen der großen Investoren nicht vorhanden und die Wahrscheinlichkeit, daß sich bis zu den nicht mehr sehr weit entfernten Tilgungszeitpunkten noch Gelegenheitsfenster auf-tun, um eine Refinanzierung darzustellen, nimmt mit jedem Tag ab.

In der derzeitigen Marktsituation sind also überhaupt keine größeren Neuemissionen möglich. Außerdem sind die Finanzmärkte bekanntlich eng miteinander verflochten. Die Gelegenheitsfenster (Börsengang, Refinanzierung) öffnen und schließen sich tendenziell gleichzeitig. Wenn eine Agency-Verbiefung nicht möglich ist, dann haben die Banken auch Probleme, ihre Übernahme- und Konsortialkredite weiter zu verbiefen oder sich anderweitig zu refinanzieren. Also genau dann, wenn Verbriefungen als Finanzierungsquelle ausfallen, sind auch Bankkredite und frisches Beteiligungskapital in der Regel nur schwer erhältlich.

Unter diesen Rahmenbedingungen haben nach Einschätzung der Gutachter sowohl die Terra Firma als auch die Fortress die Hoffnung auf eine reibungslose Paket-Refinanzierung ihrer Großverbiefungen als unwahrscheinlich aufgegeben. Sie haben daraus allerdings unterschiedliche strategische Konsequenzen gezogen.

Wenn eine große Refinanzierung fehlschlägt, dann sind wahrscheinlich auch andere Refinanzierungen gefährdet, die in denselben Zeitraum fallen. Ein großer Teil der mit deutschen

Wohnimmobilien besicherten Großverbriefungen einschließlich der Annington-Verbriefung GRAND wird gleichzeitig im Jahr 2013 fällig (siehe dazu GRAND 2011, S. 11). Das gesamte Prolongationsvolumen allein im dritten Quartal 2013 beträgt annähernd 8 Milliarden Euro und insgesamt stehen in 2013 CMBS-Anleihen im Umfang von fast 10 Milliarden Euro zur Prolongation an. Das ist beinahe das 10-fache der in 2012 und 2014 anstehenden Prolongationsvolumina von durch Wohnimmobilien besicherten Verbriefungen, also eine Größenordnung, bei der die Kapitalmärkte schon in idealer Verfassung sein müssten, um eine reibungslose Platzierung von ersetzenden Anleiheemissionen zu gewährleisten.

Hinter dem hohen Volumen, das im kommenden Jahr zur Prolongation ansteht, verbergen sich im Wesentlichen 5 große Transaktionen:

- GRAND (mit der Terra Firma als Sponsor, 4,52 Mrd. Euro)
- GRF 2006-1 (mit Fortress als Sponsor, 2,15 Mrd. Euro)
- Woba Loan (mit Fortress als Sponsor, 1,07 Mrd. Euro)
- Quokka Finance (mit BGP Investments als Sponsor)
- IMMEO Residential Finance 2 (mit Foncière des Régions als Sponsor, 1,3 Mrd. Euro): bereits refinanziert

Diese Großverbriefungen haben unterschiedliche Aussichten auf eine geordnete Refinanzierung:

- GRAND: Die ausstehende Restschuld konnte gesenkt werden. Die Gewinn- und Cash flow-Entwicklung des gesamten Portfolios ist stabil und positiv. Das Problem ist weniger die Performance als vielmehr das schiere Volumen dieser Verbriefung. Der mit großen Anleihegläubigern verhandelte Vergleichsvorschlag wurde an den Anleihenmärkten gut aufgenommen. Die formelle Zustimmung mit der erforderlichen Mehrheit von 75 Prozent des Kapitals und die gerichtliche Genehmigung des Vergleichs stehen jedoch noch aus.
- GRF 2006-1 (mit Fortress als Sponsor, 2,15 Mrd. Euro): Auf der Basis aktueller Immobilienwerte dürfte die LTV sich ungünstiger entwickelt haben als bei der Verbriefung GRAND. Nach Kenntnis der Gutachter sind keine formellen Verhandlungen mit der Gläubigerseite aufgenommen worden.
- Woba Loans (mit Fortress als Sponsor, 1,07 Mrd. Euro): Angesichts einer LTV des Portfolios von unter 60 Prozent (basierend auf einer Neubewertung von September 2008) wären die Woba-Darlehen ein Kandidat für eine rechtzeitige geordnete Rückzahlung oder eine Refinanzierung. Sie sollen aber durch den Verkauf des Immobilienportfolios komplett abgelöst werden.
- QUOKKA: Diese Verbriefung hat eine längere Laufzeit. Die Kennzahlen der meisten Objektgesellschaften sind erbärmlich. Eine geordnete Refinanzierung ist nur bei einer durchgreifenden Aufwärtsbewegung der Immobilienpreise durch massive Verkäufe von Objekten und Teilportfolien vor dem Prolongationstermin darstellbar.

Als Folge der Zusammenballung von Fälligkeiten wurde ein scharfer Wettbewerb der Schuldner um das knappe Kapital der Gläubiger im Vorfeld des Jahres 2013 erwartet. Aufgrund des Kumulrisikos ist die Wahrscheinlichkeit, daß alle Großverbriefungen reibungslos refinanziert werden können, als gering einzuschätzen. Eine erfolgreiche Refinanzierung der Großverbriefung GRAND hätte allerdings Signalcharakter für die anderen ausstehenden Verbriefungen.

Die Gründe für diese bedrohliche Ballung von Fälligkeiten liegen in den nahe beieinanderliegenden Einkaufszeitpunkten und den uniformen Refinanzierungsstrategien, die sich aus den ähnlichen Zeithorizonten der Investoren ergeben. Die Finanzinvestoren sind unter günstigen Rahmenbedingungen zwar in der Lage, große Kapitalbeträge zu mobilisieren, doch neigen sie dazu, dieses Kapital mit vergleichbaren Zeithorizonten in ähnliche Übernahmeziele zu investieren. Sie nutzen die Aufnahmefähigkeit der Kapitalmärkte und die Verfügbarkeit von innovativen Finanzierungsinstrumenten, um auf der Grundlage ähnlicher Investmentthesen im Grunde austauschbare Portfolio- und Refinanzierungsstrategien zu verfolgen. **Aus dieser Art Herdenverhalten ergeben sich erhebliche Kumulrisiken, die sich unter ungünstigen Rahmenbedingungen so äußern können, daß Investments gleich reihenweise notleidend werden.**

Die entsprechenden Refinanzierungsrisiken werden dadurch verschärft, daß die mit deutschen Wohnimmobilien besicherten CMBS-Emissionen nur einen kleinen Teil des globalen bzw. europäischen CMBS-Marktes darstellen. Nach einer Schätzung von CB Richard Ellis lag das globale Volumen an ausstehenden CMBS im Jahr 2010 bei 970 Milliarden Euro. Der europäische Anteil daran liegt bei etwa 300 Milliarden Euro. Der allergrößte Teil davon verteilt sich auf Deutschland und Großbritannien, wobei die Restlaufzeiten im Falle der mit deutschen Immobilien besicherten Emissionen besonders kurz sind und eine extreme Ballung im Jahr 2013 aufweisen. Die entsprechenden Fälligkeiten in diesem Jahr belaufen sich auf deutlich über 100 Milliarden Euro (Thomas 2011).

Es ist unvermeidbar, daß ein Teil des ausstehenden CMBS-Volumens weder refinanziert, noch rechtzeitig durch Immobilienverkäufe abgebaut werden kann. In diesen Fällen droht die Insolvenz, wenn keine Einigung mit den Gläubigern zustande kommt. Wahrscheinlich wird es hier zu einer differenzierten Entwicklung je nach der Werthaltigkeit der Sicherheiten und der Bonität der Emittenten kommen. Ein besonders großes Refinanzierungsvolumen verschlechtert dabei für sich genommen die Aussichten.

Die Aussichten der Deutschen Annington in diesem Qualitätswettbewerb sind an sich wegen der Profitabilität des Unternehmens nicht so schlecht, doch stellt das schiere Volumen der Verbriefung ein Problem dar („Balloon risk“). Mehrere Refinanzierungen kleinerer Verbriefungen sind trotz der Krise problemlos über die Bühne gegangen, z.B. HALLAM, Immeo 2 und GSW.

Die 890 Millionen Euro schwere Verbriefung²²¹ GSW (Berliner Wohnungsbestände) des Sponsors Whitehall / Cerberus wurde zu Beginn des Jahres 2011 durch ein Konsortium von sechs Banken refinanziert, wobei die von den einzelnen Instituten übernommenen Verbindlichkeiten sich zwischen 50 und 215 Mio. Euro bewegt haben. Die durchschnittliche Fälligkeit lag nach der Refinanzierung bei 8,3 Jahren und der durchschnittliche Zinssatz bei 4,18 Prozent. Die Performance der Verbriefung war mit einer LTV von 71,6 Prozent und einem ICR (Verhältnis der Nettokaltmieten zu den Zinszahlungen) von 6,33 allerdings recht ordentlich (GRAND 2011, S. 10).

Bei der Gagfah ist die Ausgangslage anders. Das Balloon risk der GRF-Verbriefung ist zwar nicht halb so groß wie bei GRAND und die laufende Performance der Gruppe ist nicht viel schlechter als bei der Deutschen Annington. Für die Gagfah wäre eine Strategie erfolgversprechend, bei der mit Hilfe weiterer Verkäufe von Teilportfolien eine teilweise Entschuldung versucht wird, um die Restschuld aus der Verbriefung GRF auf eine für den Kapitalmarkt handhabbare Größenordnung abzusenken.

Allen großen Schuldnern kommt derzeit die Entwicklung des deutschen Marktes für Wohnimmobilien entgegen. Die wichtigsten Hauspreisindizes (HPX hedonic, vdp-Preisindex, Häuserpreisindex des Statistischen Bundesamtes) deuten auf im Durchschnitt steigende Eigenheimpreise hin. Nach einer Studie der LBS Bausparkasse Schleswig-Holstein-Hamburg auf der Basis von Angebotspreisen sind die Preise für Neubau-Eigentumswohnungen in Hamburg im Jahr 2010 um durchschnittlich fast zwölf Prozent gestiegen. Auch die Wiedervermietungsmieten sind nach Daten des BBSR im gesamtdeutschen Durchschnitt deutlich gestiegen, wobei sich Standorte wie Hamburg, Berlin, Bremen, Freiburg und Kiel mit Zuwachsraten zwischen 7,4 und 8,8 Prozent in 2011 besonders dynamisch entwickelt haben.

Nach Einschätzung vom Marktbeobachtern und Ökonomen könnten diese Entwicklungen den Anfang einer längeren Aufwärtsbewegung von Mieten und Preisen am deutschen Wohnimmobilienmarkt markieren. Als Triebkräfte der zunehmenden Nachfrage nach Eigenheimen und Mietwohnimmobilien gelten für inländische Anleger neben Inflations- und Krisenängsten auch die derzeit extrem niedrigen Hypothekenzinsen. Ausländische Anleger sehen deutsche Wohnimmobilien als sicheren Hafen für Fluchtkapital an.

Es kommt hinzu, daß institutionelle Investoren in einem Umfeld mit extrem niedrigen Zinsen für klassische risikoarme Anlagen den Markt für Wohnimmobilien wiederentdecken (Radner / Maurin 2012, S. 18). Insbesondere Altersvorsorgeeinrichtungen, Private Equity Fonds und Versicherungen aus dem In- und Ausland seien an deutschen Mietwohnungen interessiert.

²²¹ Nur Securitised balance ohne Super senior debt.

Dieses Interesse wird defensiv mit der Sicherheit der Zahlungsströme auch in Rezessionsphasen begründet (Haimann 2011).

Es gibt inzwischen bereits erste Anzeichen dafür, daß die Bedeutung spekulativer Investitionsmotive zunimmt. Damit wächst die Gefahr von Übertreibungen und Blasenbildungen in der Zukunft. Die Treiber der Entwicklung könnten nach Einschätzung der Gutachter für längere Zeit intakt bleiben. So lange es keinen makroökonomischen Absturz gibt und die Eurokrise politisch „in der Schwebe gehalten“ wird, haben die Wohnimmobilienpreise auf absehbare Zeit noch ein erhebliches Wachstumspotential.

Für den Exit der Finanzinvestoren sind außerdem die unübersehbaren Belegungstendenzen auf dem Markt für Wohnimmobilienpakete günstig. Der Verkauf von 21.000 Wohnungen mit rund 60.000 Mietern aus dem Eigentum der Landesbank Baden-Württemberg an ein von der Patrizia AG geleitetes Immobilienkonsortium im Februar 2012 hat ein weithin sichtbares Signal gesetzt. Weitere große Verkäufe wie der der Bayern LB-Wohnungstochter GBW mit 33.000 Bestandswohnungen werden derzeit vorbereitet.

Nicht zuletzt dürfte das gestiegene Interesse von Privatanlegern an Wohnimmobilien Investoren auf den Plan rufen, die größere Immobilienpakete direkt nach dem Ankauf in Form von Objektverkäufen und Einzelprivatisierungen zu zerlegen versuchen. Die Rendite solcher Verkäufe kann nach Abzug der Nebenerwerbs- und Privatisierungskosten mehr als 50 Prozent betragen (Haimann 2011).

Alles in allem scheint es, daß sich derzeit ein Gelegenheitsfenster für gewinnbringende Verkäufe von Wohnungen, Einzelobjekten, Teil- und Gesamtportfolien eröffnet.

II.5 Entwicklungsszenarien

Es war ein Ziel dieser Studie, die zukünftigen Risiken der Strukturen in unterschiedlichen Streßszenarien zu bewerten.

Es erscheint in diesem Zusammenhang zwingend, die Refinanzierungsprobleme der verschiedenen Investoren in das Zentrum der Szenarienformulierung zu rücken. Grundsätzlich sind hier immer vier Ausgänge möglich:

1. **Glatter Verlauf:** Die Refinanzierung kommt mit Hilfe eines Konsortialkredits oder einer Anschlußverbriefung zustande mit der Folge, daß der Schuldner seine vertraglichen Verpflichtungen uneingeschränkt erfüllen kann (Beispiel: GSW).
Voraussetzungen: Die Kennzahlen bei den Besicherungsobjekten entsprechen nach Niveau und Entwicklung den Anforderungen der Gläubigerseite und das Volumen der Verbriefung übersteigt nicht die Aufnahmefähigkeit der Märkte.
2. **Präventive Wohnungsverkäufe:** Der Schuldner versucht im Vorfeld der Prolongation durch Verkäufe von Objekten oder Teilportfolien die ausstehende Restschuld wesentlich zu mindern. Die Wahrscheinlichkeit, daß die Refinanzierung zustande kommt, erhöht sich dadurch (mögliches Beispiel: Gagfah).
Risiko: Ein Mißerfolg der Verkaufsbemühungen mit der Folge einer Insolvenz ist

nicht ausgeschlossen.

Voraussetzungen: Entsprechende Kauf- und Zahlungsbereitschaft für Immobilienpakete bei anderen Investoren, ggf. Zustimmungserfordernis der früheren Eigentümer, wenn in der Sozialcharta so vereinbart

3. **Verhandlungen mit den Anleihegläubigern:** Der Schuldner beurteilt die Aussichten auf eine Refinanzierung pessimistisch und nimmt Verhandlungen mit seinen Gläubigern auf mit dem Ziel, Tilgungszahlungen zu strecken oder auszusetzen (Beispiel: Deutsche Annington und Tuchfühlungen der Gagfah). Bei einem glücklichen Ausgang dieser Verhandlungen kommt eine Vereinbarung zustande, die dem Schuldner Entlastung verschafft.

Risiko: Ein Mißerfolg der Verhandlungen mit der Folge einer Insolvenz ist nicht ausgeschlossen.

Voraussetzungen: Entsprechende Liquiditätsreserven der Gläubiger, wirtschaftlich günstige Entwicklung des Beteiligungsunternehmens, Zustimmung einer qualifizierten Mehrheit des Anleihekapitals

4. **Scheitern der Refinanzierung:** Die Beteiligung oder Teilportfolien landen trotz der Bemühungen des Schuldners in der Insolvenz und die Verwertung der Sicherheiten durch Treuhänder und Servicer setzt ein.

Andere Exitoptionen wie etwa ein Börsengang sind nach Ansicht der Gutachter jedenfalls dann nicht mehr gangbar, wenn bekannt geworden ist, daß die Refinanzierung nicht gesichert erscheint.

Der Ausgang einer Refinanzierung hängt also von der wirtschaftlichen Entwicklung, der Qualität und besonders der Standortverteilung des Portfolios, den Rahmenbedingungen an den Immobilien- und Kapitalmärkten und nicht zuletzt vom Volumen der Refinanzierung ab.

Die nachstehende Tabelle stellt einen Ansatz für die Risikobewertung der verschiedenen Refinanzierungsszenarien dar. Die Szenarien wurden in der Reihenfolge ihrer Insolvenzwahrscheinlichkeit angeordnet. Bei der Bewertung wurde vereinfachend angenommen, daß alle Einflußfaktoren gleichwertig und nicht miteinander korreliert sind. Nach Auffassung der Gutachter ist ab der Risikoklasse C mit Problemen im Sinne einer erhöhten Ausfallwahrscheinlichkeit für die Gläubiger zu rechnen. In der Risikoklasse E ist eine Insolvenz so gut wie sicher, während in der Klasse D kaum mit einer glatt verlaufenden Refinanzierung zu rechnen ist. Im Unterschied zur Klasse E haben hier Verhandlungen mit den Gläubigern allerdings noch eine gewisse Aussicht auf Erfolg. In den Risikoklassen A und B schließlich ist mit einer reibungslosen Refinanzierung zu rechnen.

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 C-6: Risikobewertung verschiedener Refinanzierungsszenarien

Die Lage der Deutschen Annington entspricht nach Auffassung der Gutachter dem Szenario C4, so daß eine reibungslose Refinanzierung nicht zu erwarten war.

Angesichts der derzeitigen Entwicklung an den Immobilien- und Kapitalmärkten kann die Betrachtung auf die Szenarien beschränkt werden, die steigende Immobilienpreise mit dem Fehlen liquider und risikofreudiger Kapitalmärkte kombinieren. Vor diesem Hintergrund sind problemlose Refinanzierungen nur zu erwarten, wenn die Portfolioqualität gut ist und kein Balloon risk (besonders hohes Refinanzierungsvolumen) vorliegt.

Die Gutachter halten das Risiko, daß es bei den großen von Finanzinvestoren kontrollierten Wohnimmobilienplattformen, die für NRW bedeutsam sind, zu Insolvenzfällen aufgrund der ausstehenden Verbriefungen kommen wird, für nicht unbeträchtlich. Die Deutsche Annington wie auch die Gagfah haben allerdings Gegenmaßnahmen ergriffen, die durchaus noch Erfolgsaussichten haben:

- Die *Deutsche Annington* ist ein operativ gesundes Unternehmen. Das Verlustrisiko ist für die Anleihegläubiger im Falle der Vereinbarung einer fünfjährigen Tilgungsstreckung überschaubar. Insoweit besteht für sie auch kein besonderer Anreiz, eine Insolvenz der Plattform mit der Folge einer erzwungenen Verwertung der Immobilienbestände anzustreben.²²² Nach dem vorliegenden Vergleichsvorschlag wird den Anlei-

²²² Das gilt allerdings weniger für die Investoren, die in den sichereren Tranchen investiert sind, denn deren Kapital wäre auch im Falle einer Verwertung der Sicherheiten nicht gefährdet. Diese Gläubiger haben wegen der Differenz zwischen dem angepeilten fünfjährigen Zeitraum der Tilgungsstreckung und der ursprünglich

hegläubigern für ihre Zustimmung neben einem Eigenkapitalnachschuß auch eine höhere Verzinsung geboten. Zu beidem haben sich die Terra Firma und die Fondsinvestoren bereit gefunden, denn für sie sind die Risiken aus einer erzwungenen Zerschlagung des Unternehmens viel größer als für die Anleiheinvestoren. Nicht zuletzt würden dadurch alle anderen – angesichts der operativen Performance der Gruppe – durchaus gewinnversprechenden Exitoptionen einschließlich eines Börsengangs obsolet.

- Die *Gagfah* bemüht sich im Rahmen einer planvollen Strategie, ihre Verschuldung im Vorfeld der anstehenden Prolongationstermine abzusenken. Das Unternehmen versucht, die günstige Marktentwicklung auszunutzen, um Teilportfolien verschiedener Größe zu verkaufen, unter anderem in Berlin und in Dresden. Allein bei dem beabsichtigten Verkauf des Woba-Bestandes in Dresden handelt es sich um etwa ein Viertel des gesamten Bestandes der *Gagfah*. Die erwarteten Erlöse gehen über das Volumen der entsprechenden Verbriefung hinaus. Es wäre keine Überraschung, wenn noch in diesem Jahr versucht würde, das GRF-Portfolio (Alt-*Gagfah*) zu verkaufen.

Die wohnungspolitische Bewertung der vier möglichen Ausgänge fällt unterschiedlich aus. Eine reibungslose Refinanzierung oder eine Verhandlungslösung lösen keinen unmittelbaren wohnungspolitischen Handlungsbedarf aus. Die Folgen eines präventiven Verkaufs von Objekten oder Teilportfolien und erst recht einer Insolvenz von Portfolien sind dagegen gravierend. Hier droht neben einer weiteren Zersplitterung der Eigentümerstrukturen auch eine zunehmende Bedeutung unprofessioneller Vermieter, die planmäßig oder aus der Not heraus ihre Bestände „auf Sparflamme bewirtschaften“. Wie die Erfahrungen aus Dortmund mit solchen Vermietern zeigen, ergibt sich daraus ein frustrierender täglicher Kleinkrieg der Kommunen mit solchen unfähigen oder unwilligen Eigentümern. Die zukünftigen Herausforderungen in den Bereichen Stadtentwicklung, Quartiersmanagement, Integration von Minderheiten, Klimaschutz und altengerechtes Wohnen dürften mit unprofessionellen Vermietern dieser Art kaum zu bewältigen sein.

Aber auch dann, wenn die Refinanzierung reibungslos abläuft oder eine Verhandlungslösung gefunden werden kann, drohen negative wohnungspolitische Folgen. Bei einer erfolgreichen Verhandlungslösung bleibt das Unternehmen zwar zunächst als Ganzes bestehen. Die Refinanzierung wird dann allerdings zu einer Daueraufgabe, die sich jedes Jahr neu stellt. Die jeweils aufzubringenden Summen wären dann allerdings für den Kapitalmarkt leichter verdaulich.

bloß dreijährigen Tail period einen Anreiz, einer Fristverlängerung in diesem Ausmaß nicht zuzustimmen. Die Gewinnung der Gläubiger der A-Klasse, die 60 Prozent der gesamten Verbriefung repräsentieren, ist aber entscheidend für die Annahme des Tilgungsstreckungsvorschlages.

Auf der anderen Seite erfordert eine erfolgreiche Verhandlungslösung regelmäßig eine Zinskompensation. Daraus kann sich ein zusätzlicher Kostensenkungs- und Verwertungsdruck ergeben. Das gilt um so mehr, wenn ein späterer Exit über einen Börsengang angestrebt wird.

Die klassischen Private Equity-Investoren haben den Exit immer fest im Blick. Sie gehen keine Engagements auf unbestimmte Zeit ein. Auch die Farmer haben von Anfang an den Exit im Blick und fast immer sind Weiterverkäufe von einzelnen Wohnungen, Einzelobjekten, Teilportfolien und ganzen Gesellschaften ein Teil der Exitstrategie. Nicht selten bilden sich sogar regelrechte Verwertungsketten, bei denen ein Teilportfolio mehrfach den Besitzer wechselt, ohne daß ein langfristiger Ansatz der Bestandsentwicklung erkennbar würde.

Grundsätzlich kann ihr Exit sich über den Verkauf von Objekten oder Teilportfolien oder über einen Börsengang vollziehen. Aus wohnungspolitischer Sicht ist der zweiten Alternative der Vorzug zu geben. Bei einem Börsengang bleiben Portfolio und Organisation in ihrer Gesamtheit erhalten und eine Aktiengesellschaft unterliegt besonders hohen Transparenzanforderungen. Ein Verkauf von Objekten oder Teilportfolien zieht dagegen eine Zersplitterung der Anbieterstruktur nach sich und womöglich kommen auch unprofessionelle Käufer zum Zug. Für diesen Fall rechnen die Gutachter mit einer weiteren Ausdifferenzierung der Bestandsqualitäten nach der Zahlungsfähigkeit der Mieter und einer weiter wachsenden Zahl von Problemimmobilien.

Auch wenn es vorteilhaft erscheint, daß die großen von den Finanzinvestoren geschaffenen Plattformen zusammenbleiben, ergibt sich daraus noch nicht zwingend die Forderung nach Eingriffen in das Marktgeschehen, denn solche Eingriffe sind im Zweifel kostspielig und mit Nebenwirkungen verbunden. Kosten und Nutzen sind hier gegeneinander abzuwägen.

II.6 Insolvenzrisiko der Beteiligungsunternehmen

Es gibt aus den Fallstudien keine Anhaltspunkte für eine Vampirstrategie, bei der die Insolvenz eines Beteiligungsunternehmens von vornherein angestrebt wurde. Eine Insolvenz stellt vor allem auch einen Reputationsschaden für ein Private Equity-Haus dar (Beispiel: die Übernahme der von Terra Firma kontrollierten EMI durch die Gläubiger), denn es handelt sich hier um vertrauensbasierte Investments. Die Strategien der Finanzinvestoren nehmen aber doch wegen der risikoreichen Geschäftsmodelle und der hohen Ausschüttungsansprüche ein erhöhtes Insolvenzrisiko bewußt in Kauf. In einer Situation, wo das Investment sich nicht im Einklang mit der Planung entwickelt und die finanzierenden Banken oder die Anleihegläubiger vor einer anstehenden Prolongation die Einlage zusätzlichen Eigenkapitals fordern, steht eine solche Einlage unter dem Vorbehalt der Wirtschaftlichkeit, also der Erfüllung der Renditeansprüche der Fonds.

Insolvenzen von Wohnungsportfolios können durch das Verletzen von Covenantschwellen oder das Scheitern von Refinanzierungen ausgelöst werden. Bei den Covenants steht meistens die LTV (loan to value ratio) im Mittelpunkt, also das Verhältnis der ausstehenden Restschuld zum aktuellen Wert der als Sicherheiten dienenden Immobilien. Dieses Verhältnis wird auch von der laufenden Bewertung der Immobilien beeinflusst, so daß eine Abwertung der Immobi-

lien eine Schwellenverletzung auslösen kann. Wenn die Schwellenverletzung nicht innerhalb der vertraglich vorgesehenen Cure period durch Sondertilgungen, zusätzliche Sicherheiten oder andere Maßnahmen geheilt werden kann, wird das betroffene Portfolio insolvent. In diesem Fall übernehmen die vertraglich benannten Dienstleister die Verwertung der Sicherheiten im Auftrag der Gläubiger.

Die Insolvenz eines Wohnungsportfolios kann auch durch das Scheitern einer Refinanzierung ausgelöst werden. In diesem Fall gelingt es nicht, die Übernahmeschulden termingerecht abzulösen. Da die Laufzeiten der Finanzierungen und die anfängliche Exitstrategie aufeinander abgestimmt sind, tritt dieser Fall insbesondere dann ein, wenn in einem schwierigen Kapitalmarktumfeld der Exitfahrplan nicht realisiert werden konnte und die Verfügbarkeit neuer Kreditmittel eingeschränkt ist.

Ob ein von einem Finanzinvestor kontrollierter Wohnungsbestand insgesamt insolvent wird oder nur Teilportfolien daraus, hängt von den Finanzierungs- und Verbriefungsstrukturen ab. Wenn bestimmte Objektgesellschaften als Sicherheit bestimmten Verbriefungen oder Verbriefungstranchen zugeordnet sind und keine Gesamthaftung besteht, dann sind „gesunde“ Objektgesellschaften von der Insolvenz anderer Objektgesellschaften im Konzern nicht mitbetroffen. Das kann zum Beispiel der Fall sein, wenn die Schulden aus jeder größeren Übernahmetransaktion eigenständig verbrieft wurden. In solchen Fällen sind aber aufgrund von Restrukturierungen der gesellschaftsrechtlichen Struktur Störungen im Ablauf der Bewirtschaftung auch bei den nicht von der Insolvenz betroffenen Teilbeständen zu erwarten.

Ob das Eintreten oder Bestehen eines Insolvenzanlasses in der Konsequenz tatsächlich zu einer Portfolioinsolvenz führt, ist nicht sicher. In solchen Fällen wird die Eigenkapitalseite stets das Gespräch mit den Gläubigern suchen (siehe die Fallstudien zu Tower und Deutscher Annington). Ob in den Verhandlungen ein Kompromiß erzielt werden kann, hängt unter anderem von der Performance des Portfolios und dem Kapitalmarktumfeld ab. Falls keine Einigung zustande kommt, verlieren die Eigentümer die Kontrolle über die Objektgesellschaften und die Verwertung der Sicherheiten durch Treuhänder und Servicer setzt ein.

Der Zwangsverwalter ist verpflichtet, aus den Mieteinnahmen vor Schuldendienst zumindest Notmaßnahmen (z.B. Wasserrohrbruch, Reparatur einer kaputten Heizung) zu finanzieren. Es gibt aber Beispiele für Verwalterwechsel, die mit der Umgehung oder dem Aufschieben solcher Verpflichtungen motiviert gewesen sein könnten.

In NRW sind erhebliche Teile der von Finanzinvestoren übernommenen Wohnungsbestände entweder insolvenzgefährdet oder bereits insolvent. Kleinere Finanzinvestoren wie die Nau Group, Griffin oder Centerplan sind bereits gescheitert. Obendrein sind in NRW große Vermieter wie BGP aktiv, die nicht mehr über die Ressourcen für eine nachhaltige Bewirtschaftung ihrer Bestände verfügen.

Wenn außerdem noch die Refinanzierung der Großverbiefungen GRF (Alt-Gagfah) und GRAND (Deutsche Annington) scheitern sollte, würden die betreffenden Wohnungsbestände nahezu gleichzeitig unter Zwangsverwaltung kommen. Dann wäre der größte Teil der von

Finanzinvestoren in NRW übernommenen Wohnungsbestände insolvent. Angesichts der derzeitigen Verfassung der Kapitalmärkte infolge der europäischen Staatsschuldenkrise handelt es sich hier gewiß nicht um ein bloß theoretisches Risiko.

Vermutlich würden in diesem schlimmsten Fall die Wohnungen über einen längeren Zeitraum abverkauft werden, um den Markt zu schonen und die Interessen der Anleihegläubiger zu wahren. Insoweit kann die Abwicklungsstrategie der BGP als Modell dienen. Während der Abwicklung würde in den insolventen Portfolien wahrscheinlich nur der nötigste Aufwand für die laufende Instandhaltung betrieben und Modernisierungen würden vermutlich ganz unterbleiben. Eine Zersplitterung der Eigentumsverhältnisse und der Verkauf von Teilbeständen an unprofessionelle Investoren wären mögliche weitere Folgen dieses Szenarios. Wohnungspolitisch wäre ein solches Szenario nicht wünschenswert. Die vorhandenen Probleme mit den Finanzinvestoren als Vermieter von Wohnräumen würden zugleich verschärft und perpetuiert.

C.III REPE aus volkswirtschaftlicher und wohnungspolitischer Sicht

Mit Real Estate Private Equity wurde eine Institution geschaffen, die bei entsprechenden Rahmenbedingungen am Kapitalmarkt als eine Art Suchmaschine für Investitionsgelegenheiten im Immobilienbereich fungiert. Aus der Perspektive der neoklassischen Ökonomie wird damit die Kapitalallokation verbessert. Die Immobilienbestände wandern in der Diktion von Adam Smith zu ihren „besten Wirten“. Die besten Wirte sind die, deren Bewirtschaftungs- und Exitstrategie die höchste Rendite verspricht oder zu versprechen scheint.

Die Private Equity-Gesellschaften übernehmen damit als *Zwischenhändler*²²³ die volkswirtschaftliche Funktion der Neuordnung der übernommenen Immobilienbestände zu ihren endgültigen Eigentümern (Verkauf an Mieter, Immobilien-AGs, Fonds, REITs, institutionelle Investoren, etc.). Es handelt sich dabei um die zielgruppenorientierte Zerlegung eines übernommenen Portfolios mit der Zielstellung der Maximierung des Gegenwartswertes der Verkaufserlöse (Kofner 2006b).

Es stellt sich die Frage, warum die bisherigen Eigentümer (öffentliche Hand oder Industrieunternehmen) nicht direkt an die Endinvestoren verkaufen und auf den Zwischenhändlergewinn verzichten. Dafür könnten aus Sicht der Gutachter folgende Gründe sprechen:

- Beschränkungen von Seiten der Eigentümer: Öffentliche und besonders kommunale Eigentümer tun sich möglicherweise leichter damit, anstelle von Teilportfolien gleich das ganze Unternehmen zu verkaufen.
- Fehlende Anreize auf Seiten der Geschäftsleitungen der Unternehmen: Immobilienverkäufe können zwar die Gewinnsituation verbessern, doch stellen sie zugleich den öffentlichen Auftrag in Frage. Geschäftsführung und Aufsichtsrat würden sich auf lange Sicht selbst abschaffen.
- Fehlende Kompetenz der Unternehmen auf dem Gebiet der zielgruppenorientierten Aufteilung von Wohnungsbeständen.
- Fehlende Möglichkeiten durch anderweitige Zukäufe (Neukombination von Teilportfolien) einen Mehrwert zu erzielen.
- Fehlende Anreize zur Geschäftsprozessoptimierung.
- Zyklisch überhöhte Kaufpreisgebote der Finanzinvestoren.

Die Eigentümer benötigen also die Private Equity-Gesellschaften als spezialisierte Dienstleister mit ihrem besonderen Mix an Handlungsmöglichkeiten, Kompetenzen und Finanzierungsmöglichkeiten, um ihre Wohnungsunternehmen erfolgreich (also zum Höchstpreis) zu verkaufen.

²²³ Ähnlich auch Stainer / Holzmann 2006, S. 531, die von einer Intermediärfunktion der REPE-Gesellschaften auf den Immobilienmärkten sprechen. Gemeint ist damit die Übertragung von einer Eigentümergruppe auf eine andere.

Die exorbitant hohen Renditeanforderungen der Finanzinvestoren setzen neben einer Optimierung der Cash flows vor allem die Realisierung erheblicher Veräußerungsgewinne durch den Exit voraus. Außerdem müssen hohe Investitionsrisiken in Kauf genommen werden, um die entsprechenden Verzinsungsansprüche zu erreichen. Aus den entsprechenden Handlungen der Finanzinvestoren können sich nach Auswertung der Fallstudien und der einschlägigen Literatur folgende negative Auswirkungen auf die verschiedenen Stakeholdergruppen ergeben:

- Da der Immobilienhandel Teil des Geschäftsmodells ist, wechselt der Vermieter eines Objektes oder eines Teilportfolios nicht selten mehrfach in vergleichsweise kurzen Zeitabständen. Daraus können sich Reibungsverluste bei allen langfristigen Bewirtschaftungsaktivitäten ergeben.
- Den übernommenen Unternehmen werden Übernahmeschulden mit vergleichsweise kurzen Laufzeiten zugeordnet. Als Folge des gestiegenen Verschuldungsgrades, aber auch der spezifischen Prolongations- und Zinsänderungsrisiken von Großverbriefungen oder Konsortialkrediten erhöht sich die Insolvenzwahrscheinlichkeit ebenso wie die Wahrscheinlichkeit von krisenhaften Entwicklungen mit unerwünschten Auswirkungen auf das laufende Bewirtschaftungsverhalten.
- Die Versuche des Fondsmanagements zur *Geschäftsprozessoptimierung* tragen nicht selten radikal-experimentelle Züge. Während der Transformation der Organisationen treten mitunter chaotische Übergangsphasen auf. Kundenorientierte Prozesse, die einen direkten Kontakt mit den Mietern erfordern, leiden darunter erfahrungsgemäß am meisten. Auf der anderen Seite erweisen sich manche Finanzinvestoren als durchaus fähig, aus gemachten Fehlern zu lernen. Die Korrekturversuche können aber ihrerseits in eine permanente Organisationsreform münden, die den Mietern und Mitarbeitern über lange Zeiträume erhebliche Anpassungslasten aufbürdet. Ein Beispiel: Sowohl für die Gagfah als auch für die Deutschen Annington läßt sich eine Art Hin- und Herpendeln zwischen einer Outsourcing- und einer Insourcing-Orientierung erkennen.
- Das *Investitionsverhalten* ist selektiver als bei kommunal beherrschten Unternehmen: Investitionen jeglicher Art bis hin zur laufenden Instandhaltung werden sehr strengen Wirtschaftlichkeitsanforderungen unterworfen, die in ihrem kalkulatorischen Verzinsungsanspruch den Gesamtverzinsungsanspruch der Eigentümer reflektieren. Nicht selten wird selbst die laufende Instandhaltung so weit heruntergefahren, daß sich in kürzester Zeit ein erheblicher Instandhaltungsstau aufbaut. Ein zurückhaltendes Investitionsverhalten ist insbesondere auch dann zu erwarten, wenn Übernahmeschulden verbrieft worden sind, weil dann keine erstrangigen Sicherheiten für Modernisierungskredite mehr gestellt werden können. Aufgrund der genannten Restriktionen und des vergleichsweise kurzen Zeithorizonts der meisten Investoren muß man es schon als Erfolg ansehen, wenn sich die durchschnittliche Bestandsqualität während der Haltdauer nicht wesentlich verschlechtert. Das Risiko einer deutlichen durchschnittlichen Qualitätsverschlechterung der Bausubstanz besteht bei jedem Verkauf eines Wohnungsunternehmens an einen Private Equity-Fonds. Weiterhin ist eine gewisse Ausdifferenzierung der Bestandsqualität im Vergleich mit kommunalen Unternehmen als ty-

pische Begleiterscheinung der Beherrschung eines Wohnungsunternehmens durch Finanzinvestoren anzusehen. Die strengen Renditeanforderungen lassen es einfach nicht zu, beispielsweise Sozialwohnungsbestände aus den 70er Jahren, die überwiegend mit wirtschaftlich wenig leistungsfähigen Mietern belegt sind, zeitgemäß zu modernisieren. Ein kommunales Wohnungsunternehmen wird hier möglicherweise auch dann modernisieren, wenn die Investition nur eine interne Verzinsung in Höhe des Fremdkapitalzinses verspricht – ein von einem Finanzinvestor kontrolliertes Unternehmen wird unter diesen Bedingungen allenfalls in besonderen Fällen investieren, z.B. wenn man sich davon einen spürbaren Imagegewinn verspricht.

- Die Investitionen in den Wohnungsbestand werden von Finanzinvestoren nicht nur selektiver, sondern oft auch weniger stetig gehandhabt als von klassischen Eigentümern. So haben bei der Gagfah in den letzten Jahren sowohl die Modernisierungsinvestitionen als auch die aufwandswirksamen Instandhaltungen kontinuierlich abgenommen.
- Bei einer Übernahme von Wohnungsunternehmen durch Private Equity-Strukturen besteht weiterhin das Risiko einer *Zersplitterung der Eigentümerstrukturen*. Die zielgruppenorientierte und erlösmaximierende Zerschlagung der übernommenen Portfolios ist bei den meisten Investoren Teil der Exitstrategie. Es ist in den meisten Fällen nicht optimal, für den Ausstieg nur einen Exitkanal zu nutzen. So sind Baudenkmale im Bestand wahrscheinlich am besten über geschlossene Immobilienfonds zu platzieren. Bei verbrieften Übernahmeschulden bedienen sich Finanzinvestoren nicht selten des Verkaufs von Teilportfolien, um bei absehbaren Refinanzierungsproblemen die ausstehende Restschuld präventiv zu mindern. Als Beispiel dafür können die Verkaufsaktivitäten der Gagfah angeführt werden, die inzwischen zu einem spürbaren Nettoabbau des Gesamtbestandes geführt haben. Kleinteilige Eigentumsstrukturen mögen aus wettbewerbspolitischer Sicht erwünscht sein, doch können sie der Wohnungspolitik Probleme bereiten. So kann es in sozial instabilen Siedlungen vorteilhaft sein, wenn es nur wenige Ansprechpartner auf der Eigentümerseite gibt. Davon abgesehen kann der Verkauf von Teilportfolien an die jeweils Meistbietenden dazu führen, daß unprofessionelle Käufer zum Zuge kommen, denen es an Marktkenntnis und eigener Bewirtschaftungskompetenz fehlt. Die Gutachter haben beobachtet, daß die Beteiligungen kleinerer Finanzinvestoren aus dem europäischen Ausland, aus Israel und anderen Herkunftsländern, die sich erst spät im Übernahmезyklus engagiert haben und die zum Teil das Asset Management an externe Anbieter oder Konzerntöchter vergeben haben, im Vergleich mit den Engagements der großen Private Equity-Gesellschaften stärker insolvenzgefährdet sind und auch öfter durch mangelnde Professionalität in der Bewirtschaftung auffallen. Wegen dieser Erfahrungen sind Befürchtungen nicht von der Hand zu weisen, daß bei der Zerlegung von Großportfolien in viele kleine Teilportfolien auch unprofessionelle Anbieter zum Zuge kommen. Die mangelnde Professionalität kann sich dabei auf die eigenständige Bewirtschaftungskompetenz, die Validität der Investmentthese, die Immobilienbewertung oder die Finanzierungsstruktur des Investments beziehen. Die Mieter leiden nach Feststellung der

Gutachter am meisten, wenn sie sich kleineren, unprofessionellen Finanzinvestoren auf der Eigentümerseite gegenübersehen.

- Die Übernahme von Wohnungsunternehmen durch Finanzinvestoren führt nicht selten dazu, daß das Vermietungsgeschäft aus Sicht der Kunden *unpersönlicher und anonymer* wird. Besonders die großen Finanzinvestoren neigen im Rahmen ihrer Geschäftsprozeßoptimierungen zur Standardisierung und Digitalisierung von Teilprozessen. Auch die mit einer funktionalen Zentralisierung verbundene Schließung von Regionalgesellschaften oder Organisationsreformen, die feste Zuordnungen von Teilbeständen und Abteilungen / Mitarbeitern auflösen, sind für die Mieter überwiegend mit negativen Begleiterscheinungen verbunden. Sie haben es dann mit ständig wechselnden Ansprechpartnern zu tun, denen der Objektbezug fehlt.
- Schließlich erfordert das Geschäftsmodell Private Equity je nach der Entwicklung des Umfeldes aufgrund seiner besonderen Risiken und Handlungsbeschränkungen im Vollzug ein erhebliches Maß an *operativer Flexibilität*. Die Reaktion von Wohnungsunternehmen, die von REPE-Fonds beherrscht werden, auf bestimmte Umfeldänderungen oder Schockereignisse ist wesentlich schwerer vorherzusagen als bei ihren Wettbewerbern aus dem öffentlichen oder genossenschaftlichen Sektor.

Man muß sich darüber klar sein, daß Private Equity-Fonds ihr Kapital nur für einen *befristeten Zeitraum* investieren. Die Haltezeiträume sind aber wiederum nicht so kurz, daß man über negative Begleiterscheinungen ihrer Engagements in der Wohnraumbewirtschaftung einfach hinwegsehen könnte.

Davon abgesehen nehmen die REPE-Fonds ihre *Reallokationsfunktion* selbstverständlich im Interesse der Renditemaximierung ihrer eigenen Investoren wahr. Ob sich auf diese Weise allorts funktionale und nachhaltige Eigentümerstrukturen herausbilden, die nötigenfalls zur Stabilisierung von schwierigen Quartieren oder zur Lösung anderer wohnungspolitischer Herausforderungen beitragen können, darf bezweifelt werden.

Vor dem Hintergrund ihres normativen Postulates, daß es sich beim Wohnen nicht um ein beliebiges Konsumgut, sondern um ein meritorisches privates Gut mit situationsbedingt unterschiedlichen Öffentlichkeitsgraden handelt, das unter den Bedingungen komplexer und intensiver Stakeholderbeziehungen angeboten wird, sind die Gutachter aufgrund ihrer Beobachtungen bei den in den Fallstudien näher betrachteten von Finanzinvestoren beherrschten Unternehmen zu der Einschätzung gelangt, daß es nicht dem unregulierten Spiel der Marktkräfte überlassen werden darf, wer in einem sozial benachteiligten Quartier als Vermieter zum Zuge kommt.

Eine Gesellschaft, die sich nicht zuletzt durch die Gleichheit der Startchancen von Kindern legitimiert, kann kein Interesse daran haben, daß ausgerechnet die sensibelsten Mietergruppen den renditehungrigsten Vermietern gegenüberstehen. Nach dem Verständnis der Gutachter erfordern sensible Quartiere und Mieter einen Grad an Gemeinwohlorientierung der Vermieter, der jedenfalls von einem auf Renditemaximierung angelegten REPE-Fonds nicht erwartet

werden kann. Die Vermieter sind unter solchen Verhältnissen stärker gefordert, neben der Bilanzrendite auch einen kommunalen Mehrwert zu produzieren.

Ist es nicht offensichtlich, daß ein vernachlässigtes Wohnumfeld, das wenig Anregung zur sinnvollen Freizeitgestaltung bietet, eine vernachlässigte Bausubstanz und fehlende Freizeit-, Bildungs- und Beratungsangebote sich in sensiblen Quartieren negativ auf die Gesundheit und die Bildungs- und Berufschancen der Bewohner auswirken? In sensiblen Quartieren sind Vermieter gefordert, die aufgrund ihrer nachhaltigen und nicht einseitig an den kurzfristigen Gewinninteressen ihrer Eigentümer orientierten Unternehmenskultur dafür disponiert sind, auftretenden Destabilisierungstendenzen aktiv entgegenzuwirken. Dagegen wird man einen Vermieter, dessen Management sich hauptsächlich mit der Vorbereitung des baldigen Exits beschäftigt und der für jede Umfeldinvestition zweistellige Renditen fordert, auch mit maßgeschneiderten Förderprogrammen kaum dazu bewegen können, seine gesellschaftliche Verantwortung wahrzunehmen.

Die Frage muß erlaubt sein, ob es überhaupt sinnvoll sein kann, privates Risikokapital, dem Eigenkapitalrenditen zwischen 10 und 15 Prozent nach Steuern in Aussicht gestellt werden, an den Wohnungsmarkt zu locken. Die laufende Bewirtschaftung eines gegebenen Wohnungsbestandes läßt erfahrungsgemäß Eigenkapitalrenditen zu, die sich überwiegend zwischen 3 und höchstens 6,5 Prozent bewegen. Dieses Renditeniveau läßt sich nach Einschätzung der Gutachter jedenfalls durch nachhaltige Maßnahmen der Geschäftsprozeßoptimierung nicht wesentlich steigern. Die Finanzinvestoren setzen dementsprechend auch eher auf Handelsgewinne (Differenzen zwischen Einkaufs- und Veräußerungspreisen) und waghalsige Finanzierungen, um ihre herausfordernden Renditeziele zu erreichen.

Gerade die Kombination aus der Spekulation auf zukünftige Wertsteigerungen und Risikofinanzierungen (hohe Fremdkapitalhebel, kurze Laufzeiten, keine laufende Tilgung, etc.) sorgt aber dafür, daß Übernahmetransaktionen sehr leicht notleidend werden, wenn sich das Immobilienmarkt- oder das Kapitalmarktumfeld nicht so entwickelt, wie es in der Investmentthese und der Exitstrategie vorweggenommen war. Alle Übernahmen durch Finanzinvestoren sind in diesem Sinne einer sehr hohen Risikoexposition ausgesetzt.

Wenn aber Transaktionen in Schwierigkeiten stecken, weil die Covenant-Schwellen in Sichtweite rücken, erst recht, wenn sie notleidend werden oder in Zwangsverwaltung genommen werden, leiden darunter nicht nur die Fondsinvestoren und der Initiator der Übernahmen, sondern auch die anderen Stakeholder und besonders die Mieter. In solchen Fällen findet eine ordnungsgemäße Bewirtschaftung häufig nicht mehr statt und zum Teil funktionieren dann selbst die einfachsten kundenorientierten Prozesse nicht mehr. Nach mehrfachen Verwalterwechseln sind bei manchen insolventen Beteiligungen Situationen entstanden, wo es weder einen zuständigen Verwalter noch eine ladungsfähige Adresse zu geben scheint. Wenn auch die einfachsten Instandhaltungs- und Wartungsmaßnahmen unterbleiben, verfallen die Objekte rapide und beeinträchtigen nicht zuletzt auch die Immobilienwerte in ihrer Umgebung.

Die Gutachter halten es für geboten, daß die öffentliche Hand aktiv auf die Eigentümerstrukturen Einfluß nimmt, um gerade in sensiblen Quartieren für Eigentümerstrukturen zu sorgen,

die eine soziale und wirtschaftliche Stabilisierung erlauben. Die Vorstellung, daß eine qualitativen Zielen verpflichtete Wohnungspolitik unabhängig von den Eigentumsstrukturen allein mit einem maßgeschneiderten Förderinstrumentarium erfolgreich sein könnte, ist abwegig. Ein kommunales Wohnungsunternehmen oder eine Wohnungsgenossenschaft können aufgrund ihres Zeit- und Planungshorizontes, ihres permanenten Standortbezugs und ihrer institutionellen Vernetzung mit den Behörden und Partnern in ihrer jeweiligen Standortgemeinde effizienter und treffsicherer politisch gesteuert werden. Nach ihrem Selbstverständnis als Wohnimmobilien-Zwischenhändler mit entsprechend begrenztem Anlagehorizont kommen die von REPE-Fonds und anderen Finanzinvestoren kontrollieren Unternehmensplattformen als Partner für die kommunale Wohnungspolitik nur begrenzt in Frage.

Aus der Stellungnahme von Hans-Peter Neuhaus, Stadt Dortmund, Amt für Wohnungswesen, zum Fragenkatalog der Kommission für die Anhörung am 13.1.2012:

Welche Erfahrungen haben Sie in der Zusammenarbeit mit von sogenannten „Neuen Finanzinvestoren“ gehaltenen Wohnungsunternehmen?

„Mit dem Großteil der betroffenen Wohnungsunternehmen ist eine Zusammenarbeit nicht möglich. Einige Unternehmen haben eine Hausverwaltung beauftragt. Es findet zwar vereinzelt eine Zusammenarbeit statt, sie gestaltet sich aber oftmals schwierig und ist im Regelfall nicht substantiiert.“

Welche Erfahrungen gibt es bei der Kooperation in der Stadtentwicklung, Stadterneuerung und des Stadtumbaus mit „Neuen Finanzinvestoren“?

„Im Regelfall stehen „Neue Finanzinvestoren“ als Partner in der Stadtentwicklung, Stadterneuerung und des Stadtumbaus nicht zur Verfügung.“

Anm.: Die Stellungnahme bezieht sich insbesondere auf die Erfahrungen mit den Wohnungsunternehmen Griffin Rhein-Ruhr, Terra Heimbau (Zwei und 407), Vallbonne Real Estate, Promontoria Holding, Speymill und Roslyn Properties S. a. r. L.

Natürlich werden nicht alle kommunalen und genossenschaftlichen Unternehmen dem Anspruch auf Berücksichtigung der Belange aller Stakeholder vollständig gerecht, doch bietet kommunales oder genossenschaftliches Eigentum zumindest die Chance auf eine Verbesserung der Situation. Wenn dagegen ein Portfolio von einem REPE-Fonds oder einem anderen Finanzinvestor beherrscht wird, sind die Einflußmöglichkeiten gering und die Wohnungspolitik muß sich mit der Hoffnung auf die Kooperationswilligkeit der Eigentümer zufriedengeben.

Wenn REPE-Fonds das Investitionsverhalten der beherrschten Wohnungsunternehmen selektiv steuern, dann droht eine sich immer weiter verschärfende Ausdifferenzierung der Bestandsqualitäten. Das gilt besonders für die Sozialwohnungsbestände aus den stark besetzten

Baujahrgängen der 60er und 70er Jahre. Hier hat sich im Laufe der Jahrzehnte vielerorts die soziale Mischung verschlechtert, während sich zugleich ein Instandhaltungs- und Modernisierungstau aufgebaut hat. Solche Bestände erfordern eine gezielte Investitionslenkung, sei es durch staatliche Förderprogramme oder einen Renditeverzicht ihrer Eigentümer. Sie an REPE-Fonds zur weiteren Verwertung zu übergeben, ist verantwortungslose Wohnungspolitik.

Aus diesen Überlegungen ergibt sich für die Gutachter die Schlußfolgerung, daß weitere Verkäufe öffentlicher oder werksgebundener Wohnungsbestände an REPE-Fonds oder vergleichbare Finanzinvestoren grundsätzlich vermieden werden sollten, um die vitalen Interessen der betroffenen Stakeholder zu schützen und die Gleichwertigkeit der Wohnverhältnisse und der Lebenschancen der Menschen nicht noch weiter zu beeinträchtigen.

C.IV Handlungsempfehlungen

Nach dem Verständnis der Gutachter handelt es sich beim Wohnen weder um ein rein privates, noch um ein rein öffentliches Gut, sondern um ein privates Gut mit bedeutsamen externen Effekten und situationsbedingt unterschiedlichen Öffentlichkeitsgraden. Daraus ergibt eine besondere Verantwortung der Eigentümer von Wohnungsbeständen, die bis zu einem gewissen Grad die Berücksichtigung der Interessen anderer Anspruchsgruppen (z.B. Mieter, Mitarbeiter, Anwohner, Standortkommune) durch das Management erfordert und zwar auch dann, wenn dies zu Lasten der Maximierung des Shareholder value gehen sollte.

Mit dieser besonderen Verantwortung sind eine aggressive Mietpreispolitik, nicht nachhaltige Investitionsstrategien, eine unangemessene Vergütung, Führung und Behandlung des Personals und die Weiterverkäufe von einzelnen Wohnungen, Einzelobjekten, Teilportfolien und ganzen Gesellschaften an die Meistbietenden a priori nicht vereinbar. Zudem handelt es sich bei einem großen Teil der in der Hand von Finanzinvestoren befindlichen Wohnungsbestände um öffentlich geförderte Wohnungen. Hier ist das Kräfteverhältnis von Angebot und Nachfrage aufgehoben, der Wohnungssuchende kann in der Regel nicht frei auswählen.

Die Fallstudien haben gezeigt, daß es in der Strategie und im Bewirtschaftungsansatz große Unterschiede zwischen den verschiedenen Finanzinvestoren gibt. A priori kann ein Verkäufer aber kaum einschätzen, wie der Bestand sich nach einem Verkauf an einen Finanzinvestor weiterentwickelt und in wessen Händen er schließlich landet. Als Babcock & Brown zusammen mit der GPT in Deutschland aktiv wurde, da konnten beide Häuser mit Fug und Recht als professionelle und branchenerfahrene Investoren gelten. Im Verlauf des Investments hat sich dann aber gezeigt, daß der eine Investor nicht krisenfest aufgestellt war und der andere offenbar keine Motivation verspürte, auf sich allein gestellt ein Portfolio mit einer schwierigen wirtschaftlichen Entwicklung zu stabilisieren.

Ein Verkauf, egal an welchen Finanzinvestor, bedeutet nach unserer Ansicht immer, daß die verkauften Wohnungen Objekt eines zwei- oder mehrstufigen Verwertungsprozesses mit offenem Ausgang und hohen Risiken für alle Stakeholder werden. Auf der Grundlage der Analyse der operativen, finanziellen, bestandsbezogenen, kundenbezogenen und gesellschaftlichen Risiken der Geschäftsmodelle der verschiedenen Finanzinvestoren und ihres beobachteten Verhaltens haben die Gutachter erhebliche Zweifel im Hinblick auf die politische und wirtschaftliche Verantwortbarkeit der Übereignung von Wohnungsbeständen an derartige Investoren. Das gilt ganz besonders für räumlich zusammenhängende Bestände oder größere Siedlungen mit einem Instandhaltungs- und Modernisierungsstau, bei denen ein Abwertungsprozeß absehbar ist oder bereits eingesetzt hat.

Wenn das Halten von Wohnungsbeständen durch Finanzinvestoren in der Mehrzahl der Fälle als nicht verantwortbar angesehen wird, stellt sich die Frage nach den Handlungsempfehlungen für die politischen Verantwortungsträger. Dabei sind zwei Handlungsbereiche zu unterscheiden:

- 1. Umgang mit den bestehenden Investments von Finanzinvestoren**
- 2. Verhinderung zukünftiger Wohnungsverkäufe an Finanzinvestoren**

Versuche, den neuen Investoren durch „Chartas“ die Werthebel wegzunehmen (z.B. Mieterhöhung, Privatisierung, Entlassungen von Mitarbeitern) haben ihren Preis. Wenn man sie auf diese Weise zu binden sucht, fordern die Investoren einen entsprechenden Preisabschlag oder sie nehmen vom Kauf Abstand. Außerdem ist es nicht sicher, ob die neuen Eigentümer sich in der Praxis stets an die eingegangenen Verpflichtungen halten werden. Hier kommt es auf juristisch wasserdichte Formulierungen und Sanktionsmöglichkeiten an. Allerdings belegen erste Erfahrungen mit Sozialchartas wie z.B. in Dresden (Gagfah), daß eine regelmäßige Kontrolle notwendig ist, die zudem kein Garant für das Einhalten sein muß.

Im Teil A, Abschnitt A.IV wurde skizziert, warum der deutsche Mietwohnungsmarkt für ausländische Finanzinvestoren so attraktiv war. Bei den beschriebenen Rahmenbedingungen handelt es sich überwiegend um Rahmenbedingungen des Finanz- und Kapitalmarktes, die teilweise einer gesetzlichen Ausgestaltung unterliegen und damit einer politischen Steuerungsmöglichkeit. Erstes Ziel sollte es deshalb sein, die **Ursachen für die Attraktivität des Geschäftsmodells** auszuhebeln, die mit der Steuergesetzgebung und der Finanzmarktregulierung in Zusammenhang stehen. Die Verhinderung zukünftiger Wohnungsverkäufe muß auf dieser Ebene ansetzen, um aus betriebswirtschaftlicher Sicht den Einstieg von Finanzinvestoren in diesen Markt so unattraktiv wie möglich zu gestalten.

In den Fallstudien wurden die Auswirkungen der Geschäftsmodelle neuer Finanzinvestoren auf die Bewirtschaftungsstrategien der von ihnen kontrollierten Plattformen deutlich. Diese betreffen die Objektebene, insbesondere die Gebäude- und Wohnungssubstanz, aber auch die Mietpreispolitik (Mieterhöhungen, Flatrents, überhöhte Nebenkostenabrechnungen, etc.) und die Arbeitsbedingungen der Beschäftigten. Instrumente, die nicht nachhaltigen oder ausbeuterischen **Bewirtschaftungsstrategien eine Grenze setzen** haben neben einem direkten Nutzen im Hinblick auf die bestehenden Investments auch einen präventiven wohnungspolitischen Nutzen, indem sie das ganze Geschäftsmodell auch für zukünftige Eigentümer weniger attraktiv gestalten. In diesem Zusammenhang ist zu diskutieren, ob und inwieweit das Gut Wohnen besonderen Aspekten einer nachhaltigen Bewirtschaftung unterliegen sollte, die nicht nur dem privaten Interesse der Eigentümer, sondern auch dem öffentlichen Interesse gerecht wird.

Die Fallstudien haben gezeigt, daß wohnungspolitischer Handlungsbedarf nicht nur auf den Gebieten der Verhinderung zukünftiger Wohnungsverkäufe an Finanzinvestoren und dem Umgang mit bestehenden Investments besteht. Angesichts möglicher Refinanzierungsschwie-

rigkeiten von DAIG und Gagfah könnte kurzfristig weiterer Handlungsbedarf für das Land NRW entstehen. Die Gagfah selbst hat gegenüber den Gutachtern die Möglichkeit eines „kurzfristigen Handlungsbedarfs“ allerdings bestritten. Die Refinanzierung sei für die Gagfah keine Frage des „Ob“, sondern des „Wie“, d.h. des Zeitpunktes und der Kosten. Die Gagfah zeigte sich überzeugt, sich refinanzieren zu können. Sie will dies jedoch nach Möglichkeit zu den günstigsten Konditionen erreichen.

Bei der Ableitung von Handlungsempfehlungen sind aus Sicht der Gutachter die vier Ebenen

1. Gestaltung der finanzwirtschaftlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen der Entstehung der Plattformen
2. Begrenzung der Auswirkungen nicht nachhaltiger Bewirtschaftungsstrategien auf Gebäude / Wohnungen, Mieten und Personal
3. Entwicklung von nachhaltigen Bewirtschaftungsstrategien für Mietwohnungsbestände
4. Entwicklung von Auffanglösungen für Insolvenzfälle

zu unterscheiden, die im Folgenden hinsichtlich möglicher Handlungsansätze untersucht werden.

IV.1 Handlungsempfehlungen an die Finanzmarktregulierung und die Steuerpolitik

Im Bereich des Finanzmarktes sollten insbesondere Maßnahmen auf folgenden Gebieten in Betracht gezogen werden:

- Verschärfungen der Finanzmarktregulierung
- Maßnahmen zur Verbesserung der Refinanzierungs- und Exitaussichten für Plattformen mit Refinanzierungsproblemen
- Änderungen des Grunderwerbsteuergesetzes

IV.1.1 Finanzmarktregulierung: Aufsichts-, Steuer- und Regulierungsarbitrage bekämpfen / verhindern

Allen hier betrachteten neuen Finanzinvestoren ist gemeinsam, daß sie zum Zwecke der Übernahme des Eigentums an inländischen Wohnungsunternehmen oder -portfolios **verschachtelte Beteiligungsstrukturen** entwickelt haben, die stets auch Gesellschaften mit Sitz im Ausland beinhalten. Unter anderem sind wir französischen REITs, Luxemburger Aktien- und Verbriefungsgesellschaften, REPE-Fonds mit Sitz auf Guernsey, börsennotierten Immobilien-Aktiengesellschaften mit Sitz auf der Isle of Man, in Australien oder in Dänemark und Luxemburger und Malteser Zwischenholdings begegnet. Diese transnationalen Beteiligungsstrukturen werden nach Ansicht der Gutachter aus folgenden Gründen gewählt:

- Zur besseren Ansprache heimischer Anleger.
- Zur Ansprache von Anlegern, die – aus welchen Gründen auch immer – Investments in Offshore-Steuroasen bevorzugen.
- Um Substanzausschüttungen zu ermöglichen, also Gewinnausschüttungen auch in Verlustjahren.

- Um die steuerliche Belastung der erzielten Gewinne auf allen Ebenen möglichst gering halten und insbesondere Gewerbesteuerzahlungen und die doppelte Besteuerung von Einkünften aus Vermietung und Verpachtung zu verhindern.
- Um die Zahlung von Grunderwerbsteuer soweit wie möglich zu vermeiden.
- Um Regulierungen und Aufsichtspflichten zu umgehen.
- Um Teilportfolien entsprechend den Anforderungen aus der Verbriefung von Übernahmeschulden zu strukturieren.
- Um Teilprozesse und Funktionen rechtlich zu isolieren.
- Um sich der Rechenschaft gegenüber Stakeholdern und der Öffentlichkeit zu entziehen.

Wegen des Belegenheitsprinzips unterliegen die Konzerngesellschaften mit Sitz in Deutschland allerdings der Körperschaftsteuer, dem Solidaritätszuschlag und der Gewerbesteuer. Bei der Gagfah wird für die Konzerngesellschaften in der Regel ein einheitlicher Steuersatz von 32 Prozent angewandt. Dieser beinhaltet einen Körperschaftsteuersatz inklusive Solidaritätszuschlag von 15,83 Prozent und einen Gewerbesteuersatz von 16,18 Prozent.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Gesamter Aufwand für gewinnbezogene Steuern	-36,2	-533,9	165,6	17,2	-51,8	-38,5
davon latente Steuern	k.A.	k.A.	k.A.	32,6	-47,1	-21,2
davon effektiv gezahlt im betreffenden Geschäftsjahr	k.A.	k.A.	k.A.	-15,4	-4,7	-17,3
Jahresergebnis vor Steuern	195,9	1.122,8	-119,5	-92,3	-0,6	20,6
Jahresergebnis nach Steuern	159,7	588,9	46,1	-75,1	-51,2	-17,9

Tabelle C-7: Ergebnisbelastung der Gagfah durch gewinnbezogene Steuern in Mio. €

Quellen: Geschäftsberichte

Die verschachtelten transnationalen Beteiligungsstrukturen werden von den Gutachtern kritisch beurteilt, da sie in höchstem Grade intransparent sind und insbesondere der Vermeidung von Steuerzahlungen und der Umgehung von Regulierungen, Aufsichtspflichten und gesetzlichen Ausschüttungsbegrenzungen dienen.

Die vorgefundenen Strukturen sind Ausdruck eines internationalen Rechtsform- und Regulierungswettbewerbs, wobei die Initiatoren sich für diejenigen Rechtsformen und Strukturen entscheiden, die ihren strategischen Ansatz so gut wie möglich unterstützen. Im Zweifel bedeutet dies, daß der niedrigste nationale Standard sich durchsetzt. **Die deutschen Gesetzgeber haben wegen dieses Rechtsform- und Regulierungswettbewerbs ihre Steuerungskapazität bereits weitgehend verloren.** So dürften Änderungen des nationalen Gesellschafts-

rechts nur noch eine begrenzte Wirksamkeit auf die Aktivitäten der Finanzinvestoren entfalten. Allenfalls die **AIFM-Richtlinie bietet Ansatzpunkte**, um die Risikoneigung der Finanzinvestoren einzuhegen, Bewertungsmanipulationen zu erschweren, die Transparenz zu erhöhen und das aggressive Asset stripping zu erschweren. Hier käme es nach Ansicht der Gutachter besonders auf die Verhinderung von Substanzausschüttungen an. Diese Richtlinie müßte allerdings in allen EU-Mitgliedsländern restriktiv umgesetzt werden.

Für besonders wichtig erachten die Gutachter regulative Vorkehrungen gegen die exzessive Verschuldung bei Übernahmetransaktionen. **Auch auf diesem Gebiet sind die Eingriffsmöglichkeiten der nationalen Gesetzgeber und auch die des EU-Gesetzgebers allerdings beschränkt.** So kann ein regulativer Selbstbehalt bei der Verbriefung von Übernahmekrediten umgangen werden, wenn der Kreditgeber und die Zweckgesellschaft außerhalb der Europäischen Union residieren.²²⁴

Zu prüfen wäre, ob die Verschuldung von Objektgesellschaften, die überwiegend Wohnimmobilien halten, in Anlehnung an die für offene Immobilienfonds und G-REITs geltenden Verschuldungsobergrenzen durch gesetzgeberische Maßnahmen begrenzt werden kann.

IV.1.2 Verbesserung der Refinanzierungs- und Exitaussichten

Den als gefährdet angesehenen Beteiligungsplattformen könnte man grundsätzlich Entlastung verschaffen, indem man ihre Refinanzierungsaussichten verbessert oder die gesetzlichen Voraussetzungen für zusätzliche Exitoptionen schafft. Für beides bietet die REIT-Gesetzgebung Anknüpfungspunkte.

So könnte die Liquidität an den Primär- und Sekundärmärkten für Immobilienkredite durch die Einführung von Mortgage REITs oder gemischten REITs verbessert werden. Mortgage REITs sind REITs, die statt in Immobilien in CMBS oder RMBS investieren, also in Anleihen, die durch Hypothekarkredite besichert sind.

Mit Änderungen des REIT-Gesetzes könnte man den Private Equity-Investoren außerdem eine zusätzliche Exitoption eröffnen. Hätten deutsche REITs die Möglichkeit, statusunschädlich auch in Bestandsmietwohnimmobilien zu investieren, so stünde ein zusätzlicher Exitkanal zur Verfügung. Dies würde die Aussichten auf einen Exit durch einen Börsengang verbessern und den Markt für Wohnimmobilienpakete beleben.

Beide Vorschläge wären geeignet, die akute Not der Finanzinvestoren zu lindern, dies freilich nicht ohne langfristige Nebenwirkungen. Jede Verbesserung der Finanzierungsmöglichkeiten für die Übernahme von Wohnungsunternehmen und jeder zusätzlich eröffnete Exitkanal fördern auch das Geschäftsmodell Private Equity als solches. Die Private Equity-Häuser könnten dann unter den verbesserten Rahmenbedingungen noch mehr Kapital für risikoreiche Übernahmen einwerben.

²²⁴ Mit Art. 122a der Capital Requirement Directive (CRD) ist bei Verbriefungstransaktionen entweder der Originator oder der Sponsor verpflichtet, einen 5-prozentigen Selbstbehalt vorzunehmen. Siehe dazu Behn 2010.

Wenn man also daran denkt, den deutschen REITs die Möglichkeit zu geben, auch in Bestandsmietwohnimmobilien zu investieren, dann sollte man dies in jedem Fall mit zusätzlichen Auflagen verbinden, die sicherstellen, daß die Wohnungen nachhaltig und sozialverträglich bewirtschaftet werden.

Abgesehen davon ist es inzwischen schon zu spät für ein präventives gesetzgeberisches Handeln. Die entscheidenden Prolongationstermine sind schon so nahe herangerückt, daß entsprechende Gesetzesnovellen nicht mehr rechtzeitig in Kraft treten könnten, um das Problem noch zu entschärfen.

IV.1.3 Steuerpolitik: Grunderwerbsteuer „wasserdicht“ machen

Handlungsmöglichkeiten, um den auf kurzfristige Handelsgewinne angelegten Geschäftsmodellen entgegenzuwirken, sehen die Gutachter vor allem im Bereich der Grunderwerbsteuer. Prinzipiell wäre eine Neuregelung der Grunderwerbsteuer, die die Umgehung dieser Steuer durch Share deals wirksam begrenzt, ein sehr wirksames Mittel gegen die Übernahme von Wohnungsunternehmen durch Finanzinvestoren. Wenn beim Ankauf und beim späteren Weiterverkauf eines Wohnungsportfolios jeweils 5 Prozent des Kaufpreises für die Grunderwerbsteuer fällig würden, so würde dies besonders die Gewinnerwartungen aus kurzfristig orientierten Handelsgeschäften treffen. Ein derartiger Lenkungseffekt erscheint nach den Feststellungen dieser Studie als wünschenswert.

Es wird daher angeregt, eine Änderung des Grunderwerbsteuergesetzes zu prüfen. Damit soll erreicht werden, daß bei der Übertragung von Anteilen an einer inländischen Grundstücksgesellschaft von dem Anteils Käufer unverzüglich und ohne Ausnahmen Grunderwerbsteuer auf der Basis seines erworbenen Anteils an der Gesellschaft erhoben werden kann. Das heißt konkret, daß ein Käufer der 50 Prozent der Gesellschaftsanteile erwirbt, 50 Prozent der bei einem Asset deal fälligen Grunderwerbsteuer zu zahlen hätte. Ein Käufer, der 90 Prozent der Anteile erwirbt, müßte 90 Prozent der allfälligen Grunderwerbsteuer zahlen, usw.

IV.1.4 Zwischenfazit Finanzmarktregulierung und Steuerpolitik

Die Aussichten, durch Maßnahmen der Finanzmarktregulierung den Geschäftsmodellen der Finanzinvestoren einen wesentlichen Teil ihrer Attraktivität zu nehmen sind alles in allem eher bescheiden. Selbst der nationale Gesetzgeber hat hier wegen des Rechtsform- und Regulierungswettbewerbs und der verbreiteten Regulierungsarbitrage effektiv nur beschränkte Wirkungsmöglichkeiten. Wenn Deutschland alternative Investmentvehikel besonders streng regulieren sollte, dann nimmt der Fonds seinen Sitz eben in einem anderen EU-Land. Wenn Deutschland Wohnimmobilien-Objektgesellschaften mit Verschuldungsobergrenzen versieht, dann wird der Verschuldungshebel eben auf einer anderen Ebene angesetzt, etc.

Eine durchschlagende Wirkung versprechen sich die Gutachter letzten Endes nur von der Umsetzung des Vorschlages, die Grunderwerbsteuer bei Share deals „wasserdicht“ zu machen.

IV.2 Handlungsempfehlungen im Bereich der Bestandspflege und -modernisierung

Besonders kritisch erscheint den Gutachtern der Einfluß der Finanzinvestoren im Bereich der *Bestandspflege und -modernisierung* von Wohngebäuden und Wohnungen. Hier gelten strenge Wirtschaftlichkeitsanforderungen, die zu einer selektiven Mittelverteilung führen. Die von Finanzinvestoren gesteuerten Plattformen bemühen sich nur sehr selten, Abwärtstendenzen oder -spiralen im Hinblick auf den Bauzustand, den Modernisierungsgrad und die soziale Mischung der Bewohner durch Investitionen aktiv entgegenzuwirken. Dies gilt um so mehr, wenn ihr Investment sich wirtschaftlich unvorteilhaft entwickelt – was nicht selten eine Folge eines anfänglich hohen Verschuldungsgrades in Kombination mit stark schwankenden Bewertungen der Bestände ist. Die von den Finanzinvestoren bewußt eingegangen besonderen Finanzierungsrisiken erhöhen die Wahrscheinlichkeit von Schieflagen und Insolvenzen, die vorübergehend eine „Bewirtschaftung auf Sparflamme“ und damit eine Vernachlässigung von Gebäuden und Wohnungen nach sich ziehen.

Hier sind Instrumente wie das BauGB auf der Bundesebene sowie die Landesbauordnung der Landes NRW und das Wohnraumförderungsgesetz auf der Landesebene vorhanden, um der zielgerichteten Vernachlässigung von Wohnraum Einhalt zu gebieten und die Eigentümer dazu anzuhalten, bauliche und städtebauliche Mißstände zu beseitigen.

IV.2.1 Eingriffsmöglichkeiten nach dem BauGB (Bundesebene)

Das BauGB enthält prinzipiell eine Reihe von Ansatzpunkten zur Mobilisierung von Problemimmobilien. Spezielle Regelungen zur Behebung von städtebaulichen Mißständen finden sich im besonderen Städtebaurecht: Dazu zählen die städtebaulichen Sanierungs- und Entwicklungsmaßnahmen, die Erhaltungssatzung und die städtebaulichen Gebote (Kapitel 2 Besonderes Städtebaurecht). Zudem bieten auch die im BauGB verankerten Verfahren des Vorkaufsrechtes (§§ 24 bis 28 BauGB) und der Enteignung (§§ 85 bis 122 BauGB) unter bestimmten Rahmenbedingungen Lösungsansätze, um das Geschäftsmodell von neuen Finanzinvestoren zu erschweren oder zu unterbinden.

IV.2.1.1 Städtebauliche Sanierungsmaßnahmen

Die städtebaulichen Sanierungsmaßnahmen sind im besonderen Städtebaurecht normiert. Mit ihnen wird das Ziel verfolgt, im öffentlichen Interesse bestehende städtebauliche Mißstände in einem Gebiet mittels einer städtebaulichen, räumlich abgegrenzten, gebietsbezogenen Gesamtmaßnahme unter Beteiligung betroffener Bürger und öffentlicher Aufgabenträger zu beheben (§ 136 Abs. 2 S. 1 BauGB). Mit der Ausweisung eines förmlichen Sanierungsgebietes schafft sich eine Gemeinde die Möglichkeit, mittels verschiedener Steuerungsinstrumente in den Prozeß der städtebaulichen Sanierung einzugreifen.

Wenn entsprechende städtebauliche Mißstände vorhanden sind, stellt das Baugesetzbuch den Gemeinden zur Steuerung der Durchführung städtebaulicher Sanierungsmaßnahmen das *um-*

fassende und das *vereinfachte Sanierungsverfahren*²²⁵ zur Verfügung. Das umfassende Sanierungsverfahren, auch klassisches Sanierungsverfahren genannt, kommt in Betracht, wenn im Sanierungsgebiet eine erhebliche Änderung der Nutzungs- und Eigentumsstruktur sowie eine umfassende Neubebauung vorgesehen ist. Eine Entscheidung über die Art des zu wählenden Verfahrens hängt von verschiedenen Rahmenbedingungen ab wie beispielsweise der Mitwirkungsbereitschaft der Eigentümer.

Mit der Ausweisung eines förmlich festgelegten Sanierungsgebietes wird in die Grundbuchblätter der betroffenen Grundstücke ein Sanierungsvermerk eingetragen. Damit bedürfen sämtliche auf ein Grundstück bezogene Vorhaben einer entsprechenden Genehmigung durch die Gemeinde (§ 144 BauGB). Diese Genehmigungsvorbehalte spielen im städtebaulichen Sanierungsrecht als Steuerungsinstrument eine besondere Rolle (Portz / Runkel, Rn. 706). Von der Genehmigungspflicht betroffen sind nicht nur Sanierungs- und Bauvorhaben, sondern auch Rechtsgeschäfte, die im Zusammenhang mit einer Veräußerung des Grundstücks oder der Bestellung eines belastenden Rechts (z.B. Grundschuldbestellung) stehen (§ 144 BauGB).

Erforderlichenfalls kann die Gemeinde in einem Sanierungsgebiet auch Miet- oder Pachtverhältnisse gegen Entschädigung aufheben (§ 182 Abs. 1 BauGB).

IV.2.1.2 Modernisierungs- und Instandsetzungsgebot

Ist der einvernehmliche Weg über Ordnungs- und Baumaßnahmen nicht realisierbar, so bleibt der Gemeinde nur der Rückgriff auf städtebauliche Gebote (§§ 175 bis 179 BauGB). Es handelt sich dabei um Zwangsmaßnahmen, mit denen eine Sanierung auch gegen den Willen des Eigentümers durchgeführt werden kann. Ihre Anordnung ist eine Ermessensentscheidung. In bestimmten Fällen kann die Gemeinde aber verpflichtet sein, derartige Gebote auszusprechen. Die Anordnung städtebaulicher Gebote kommt aber nur in Frage, wenn andere Mittel zur Erreichung der städtebaulichen Ziele der Gemeinde nicht erfolgversprechend sind. Unter die städtebaulichen Gebote fallen im Einzelnen:

- das Baugebot (§ 176 BauGB),
- das Modernisierungs- und Instandsetzungsgebot (§ 177 BauGB),
- das Pflanzgebot (§ 178 BauGB) und
- das Rückbau- und Entsiegelungsgebot (§ 179 BauGB).

Das **Modernisierungs- und Instandsetzungsgebot** hat als ein besonderes Instrument der erhaltenden Stadtsanierung unter den städtebaulichen Geboten die größte praktische Bedeutung. Voraussetzung für ein Modernisierungs- und Instandsetzungsgebot ist eine bereits vorhandene bauliche Anlage, deren Bausubstanz es zu erhalten oder zu sichern gilt. Es ist in diesem Zusammenhang unerheblich, ob die bauliche Anlage noch genutzt wird oder noch be-

²²⁵ Das vereinfachte Verfahren ist ein städtebauliches Sanierungsverfahren, das unter ausdrücklichem Ausschluß der besonderen bodenrechtlichen Vorschriften (§§ 152 - 156a BauGB) durchgeführt wird.

nutzbar ist. § 177 BauGB unterscheidet zwischen durch Modernisierungen zu beseitigenden Mißständen, wozu auch ungesunde Wohnverhältnisse zählen und durch Instandsetzungen zu beseitigenden Mängeln, die die bestimmungsgemäße Nutzung der baulichen Anlage oder das Straßen- oder Ortsbild nicht nur unerheblich beeinträchtigen.

Von großer Bedeutung sind die Regelungen über die Kostenverteilung zwischen Eigentümer und Gemeinde. Grundsätzlich hat der Eigentümer die Kosten der Modernisierung bzw. der Instandsetzung zu tragen (§ 177 Abs. 4 S. 1 BauGB). Dies gilt aber nur vorbehaltlich einer objektiven oder subjektiven wirtschaftlichen Unzumutbarkeit.

Entstehen dem Eigentümer sogenannte unrentierliche Kosten, so sind ihm diese durch die Gemeinde zu ersetzen (§ 177 Abs. 4 S. 2 BauGB). Stehen keine sonstigen Fördermittel zur Verfügung, so muß die Gemeinde den auf sie zukommenden Kostenanteil selbst tragen (Hoppenberg / Witt 2006, C I, Rn. 572). Grundsätzlich gilt hier: Je schlechter der Bauzustand und je unrentierlicher die Sanierung sind, desto höher ist der Kostenerstattungsanspruch des Eigentümers und damit der von der Gemeinde zu tragende Teil der Baukosten.

Neben Instrumenten zur Behebung von baulichen Mängeln im Wohnungsbestand werden auch vor dem Hintergrund zunehmender Marktentspannung und zu erwartender Wohnungsleerstände viele Kommunen in NRW mit einem **erforderlichen Abriß und Rückbau** von Wohnungsbeständen konfrontiert sein. Hier bietet das **Rückbauebot nach § 179 BauGB** ein wichtiges Instrument, das in seiner derzeitigen Ausgestaltung jedoch kaum zur Anwendung kommt: Die Anwendung hängt zum einen vom Vorhandensein eines rechtsgültigen Bebauungsplans ab, zum anderen hat die Gemeinde die Kosten zu tragen. Im Zuge der aktuellen Novellierung des BauGB belegen die Dokumentationen zu den Berliner Gesprächen auch eine Diskussion zu Änderungen des Rückbauebotes im § 179 BauGB. Als nicht sachgerecht wurde hier festgehalten, daß die Anordnung eines Rückbauebotes von der Aufstellung eines Bebauungsplans abhängig ist und daß die Kostenübernahme zu Lasten der Gemeinden geht. Die Weiterentwicklung dieses Instrumentes soll auch dazu dienen, daß den Gemeinden neben den in den jeweiligen Landesbauordnungen definierten Verfahren zur Gefahrenabwehr ein zusätzliches Instrument zur Verfügung steht. Nach dem Referentenentwurf des BMVBS soll die Anwendung des § 179 BauGB nicht von der rechtskräftigen Aufstellung eines Bebauungsplans abhängig sein. Ein auf der Grundlage eines Rechtsgutachtens eingereichter Gesetzgebungsvorschlag des Landes Bremen vom Februar 2012 will auch die Kostenübernahme durch den Eigentümer verankert wissen.

IV.2.1.3 Gemeindliche Vorkaufsrechte

In bestimmten Fällen kann die Gemeinde versuchen, das Eigentum an einem Grundstück zu erlangen. Als Planungssicherungsinstrumente sind hier das gemeindliche Vorkaufsrecht und das Enteignungsrecht einschlägig. Das Enteignungsrecht nach § 85 BauGB bietet aber keine Rechtsgrundlage für Enteignungsmaßnahmen etwa bei unterlassenen Instandhaltungen oder ähnlichen von Finanzinvestoren herbeigeführten städtebaulichen Mißständen.

Zur Sicherung der Bauleitplanung und zur Umsetzung städtebaulicher Zielvorstellungen kann die Gemeinde aber von ihrem Vorkaufsrecht Gebrauch machen. Im Baugesetzbuch wird dabei zwischen dem *allgemeinen Vorkaufsrecht* nach § 24 BauGB und dem *besonderen Vorkaufsrecht* nach § 25 BauGB unterschieden. Das allgemeine Vorkaufsrecht besteht im Geltungsbereich eines Bebauungsplans bei entsprechender öffentlicher Zweckbindung, in einem förmlich festgelegten Sanierungsgebiet und im Geltungsbereich einer Erhaltungssatzung nach § 172 BauGB. Ein besonderes Vorkaufsrecht kann durch Satzung im Geltungsbereich eines Bebauungsplans für unbebaute Grundstücke und in Gebieten, in denen die Gemeinde städtebauliche Maßnahmen in Betracht zieht, begründet werden. Darüber hinaus steht der Gemeinde das Recht zu, nach Maßgabe des § 27a BauGB das Vorkaufsrecht zugunsten Dritter auszuüben. Die Ausübung der gemeindlichen Vorkaufsrechte gemäß §§ 24 und 25 BauGB ist mit einer Veräußerungspflicht nach § 89 BauGB verbunden.

Das allgemeine Vorkaufsrecht besteht nur auf der Grundlage eines wirksam gewordenen Grundstückskaufvertrages. Es darf nur angewandt werden, wenn das Wohl der Allgemeinheit es erfordert, d.h. öffentlichen Belangen Rechnung getragen wird. Macht die Gemeinde vom allgemeinen Vorkaufsrecht Gebrauch, hat sie den Verwendungszweck des Grundstückes anzugeben (§ 24 Abs. 3 BauGB).²²⁶

In städtebaulichen Problembereichen kann die Gemeinde nach § 25 Abs. 1 BauGB durch Satzungsbeschluß von ihrem besonderen Vorkaufsrecht Gebrauch zu machen. Die Ausübung bedarf auch hier der Rechtfertigung durch ein Gemeinwohlerfordernis und der Angabe des Verwendungszwecks.

Mit der Ausübung des Vorkaufsrechtes hat die Gemeinde den Verkäufer des Grundstückes zu entschädigen. Das gemeindliche Vorkaufsrecht kann dabei gemäß § 28 Abs. 3 BauGB preislimitiert ausgeübt werden, wenn der vereinbarte Kaufpreis deutlich über dem auf dem Grundstücksmarkt erzielbaren Preis liegt.

Die Gemeinde kann auf Grundlage des Verkehrswertes oder des für das Grundstück vereinbarten Kaufpreises entschädigen. Für den Fall, daß sich die Gemeinde entschließt, auf Grundlage des Verkehrswertes zu entschädigen, steht dem Verkäufer bis zum Ablauf eines Monats nach Unanfechtbarkeit des Verwaltungsaktes ein nicht auszuschließendes Rücktrittsrecht zu. Tritt der Verkäufer vom Kaufvertrag zurück, hat die Gemeinde die Kosten des Vertrages auf Grundlage des Verkehrswertes zu tragen. Außerdem wird in solchen Fällen zumeist auch um die Höhe des Kaufpreises gestritten, was die zügige Verfahrensabwicklung zusätzlich belastet (Portz / Runkel 1998, B, Rn. 1027).

Der Käufer kann die Ausübung des Vorkaufsrechts gemäß § 27 BauGB abwenden, wenn die Verwendung des Grundstückes nach den baurechtlichen Vorschriften oder den Zielen und Zwecken der städtebaulichen Maßnahme bestimmt oder mit ausreichender Sicherheit bestimmbar ist, der Käufer in der Lage ist, das Grundstück binnen angemessener Frist dement-

²²⁶ Bei Schenkung, Erbfolge, bei der Veräußerung von Rechten nach dem Wohnungseigentumsgesetz oder bei der Bestellung eines Erbbaurechts (§ 24 Abs. 2 BauGB) gilt es nicht.

sprechend zu nutzen, und er sich vor Ablauf der Frist (2 Monate) hierzu verpflichtet. Kann der betroffene Käufer das gemeindliche Vorkaufsrecht nicht im Sinne des § 27 BauGB abwenden, stehen ihm im Wege des Verwaltungsverfahrens der Widerspruch und die Anfechtungsklage zu. Ein Entschädigungsanspruch besteht in diesem Fall jedoch nicht.

Im Rahmen der Novellierung des Baugesetzbuchs sollte das Vorkaufsrecht zugunsten Dritter vereinfacht werden.

IV.2.2 Eingriffsmöglichkeiten nach der Bauordnung NRW (BauO NRW)

Neben den im BauGB geregelten Eingriffsmöglichkeiten, die sich schwerpunktmäßig aus den jeweiligen städtebaulichen Rahmenbedingungen ableiten, stehen auf der Landesebene mit der Landesbauordnung NRW sowie mit dem Gesetz zur Förderung und Nutzung von Wohnraum für das Land Nordrhein- Westfalen (WFNG NRW) zwei Gesetze zur Verfügung, mit denen der Vernachlässigung von Wohnraum entgegengewirkt werden kann.

Auf der Grundlage der jeweiligen Landesbauordnung ist es den Bauaufsichtsbehörden unter bestimmten Voraussetzungen gestattet, Eingriffe in fremdes Eigentum vorzunehmen. Diese Vorschriften werden durch das allgemeine Ordnungsrecht und das Verwaltungsverfahrensrecht der Länder ergänzt.

Bei bauordnungsrechtlichen Eingriffen geht es stets um die *Gefahrenabwehr*. Der Eingriff in eine rechtmäßig errichtete bauliche Anlage bedarf grundsätzlich einer konkreten Gefahr (Ortloff 2005, S. 181). Ein pflichtwidriges Vernachlässigen der Bausubstanz eines rechtmäßig errichteten Gebäudes durch den Eigentümer kann ein Eingreifen der Bauaufsicht erfordern. Auf der Grundlage der allgemeinen Generalklausel in § 61 Abs. 1 BauO NRW können die Kommunen bei Verstößen gegen die Instandhaltungspflicht des Eigentümers zur Wahrung der öffentlichen Sicherheit und Ordnung unter Beachtung der Verhältnismäßigkeit eingreifen und Grundstücke, Anlagen und Wohnungen betreten.

Stellt die Bauaufsichtsbehörde im Zuge der repressiven Kontrolle bauordnungswidrige Zustände fest und liegt keine Gefahr im Verzug vor, weist sie den Eigentümer darauf hin und fordert ihn durch Ordnungsverfügung zur Beseitigung auf. Kommt der Eigentümer seinen Handlungspflichten nicht nach, ist die Gemeinde zur Aufrechterhaltung von Sicherheit und Ordnung zur *Ersatzvornahme* verpflichtet. Dabei kann sie gezwungen sein, in Vorkasse zu gehen und die mit der Maßnahme verbundenen finanziellen Belastungen vorläufig auf sich zu nehmen.

Kann der Schuldner das Zwangsgeld oder die Kosten der Ersatzvornahme nicht begleichen, ist die Eintragung einer *Sicherungshypothek* in Höhe der verauslagten Kosten im Grundbuch möglich. Sie kann jedoch erst ab einem verauslagten Betrag von mehr als €750 erfolgen (vgl. § 866 Abs. 3 ZPO). Die Eintragung einer Sicherungshypothek an einer untergeordneten Rangstelle birgt jedoch das Risiko, bei einer Zwangsversteigerung leer auszugehen.

IV.2.2.1 Ergänzung der Bauordnung

Ein eigenes Instrument zur Mobilisierung von „Problemimmobilien“ wie beispielsweise in der Bremischen Landesbauordnung ist in der aktuellen Fassung der Landesbauordnung NRW nicht vorhanden. Auf der Grundlage eines Regierungsbeschlusses von November 2011 wird derzeit die Landesbauordnung NRW novelliert, um sie zum einen an die Musterbauordnung anzupassen und zum anderen die Aspekte Brandschutz und Barrierefreiheit zu verankern. Derzeit wird auch in Nordrhein-Westfalen geprüft, den § 61 LBO NRW gemäß dem § 79 Abs. 2 der Bremer Landesbauordnung zu ergänzen: „Soweit bauliche Anlagen nicht genutzt werden und im Verfall begriffen sind, kann die Bauaufsichtsbehörde den Abbruch oder die Beseitigung anordnen, es sei denn, daß ein öffentliches oder schutzwürdiges privates Interesse an ihrer Erhaltung besteht.“

IV.2.2.2 Erteilung von Abgeschlossenheitserklärungen

Eine weitere Möglichkeit, das Geschäftsmodell Neuer Finanzinvestoren zu beschneiden, besteht darin, geplante Mieterprivatisierungen zu erschweren: Eine Voraussetzung für eine Mieterprivatisierung ist die Erteilung von Abgeschlossenheitserklärungen durch die Bauaufsichtsämter, die im Verfahren nach dem Wohnungseigentumsgesetz die Grundbuchämter unterstützen.

Bei der Erteilung der Bescheinigung muß die Bauaufsichtsbehörde größte Sorgfalt walten lassen, da durch die Bezugnahme auf die Eintragungsbewilligung nach § 7 Absatz 3 WEG der zur Abgeschlossenheitsbescheinigung gehörende Aufteilungsplan einbezogen und somit Inhalt des Grundbuches wird. Nur aus dem Aufteilungsplan lassen sich das Sondereigentum und das Gemeinschaftseigentum entnehmen und im Falle späterer Streitigkeiten die genauen Grenzen des jeweiligen Sondereigentums feststellen.²²⁷

Die Gutachter denken an eine Erweiterung des Prüfverfahrens für die Erteilung einer Abgeschlossenheitserklärung um bautechnische und immobilienwirtschaftliche Gesichtspunkte. So könnte die Bauaufsicht gezielt den Zustand des betreffenden Gebäudes und der Wohnungen auf Anzeichen für einen Modernisierungs- oder Instandhaltungstau prüfen. In immobilienwirtschaftlicher Hinsicht könnte beispielsweise geprüft werden, ob eine angemessene Rücklagenbildung vorgesehen ist.

Das Land NRW sollte prüfen, inwieweit solche Ansätze in die Novellierung der Landesbauordnung aufgenommen werden können.

IV.2.3 Eingriffsmöglichkeiten nach dem Gesetz zur Förderung und Nutzung von Wohnraum (WFNG NRW)

Mit dem Gesetz zur Förderung und Nutzung von Wohnraum für das Land Nordrhein-Westfalen (WFNG NRW) steht ein Instrumentenbündel Verfügung, um der Vernachlässigung und Verwahrlosung von Wohnraum entgegenzuwirken. Insbesondere mit den im Teil 8 zur Wohnungsaufsicht aufgeführten Regelungen zur Instandhaltungsverpflichtung des Verfü-

²²⁷ Vgl. http://www.herne.de/kommunen/herne/ttw.nsf/id/DE_Abgeschlossenheitsbeschei.

gungsberechtigten (§ 40 WFNG NRW), der Erfüllung von Mindestanforderungen (§ 41 WFNG NRW) und der Unbewohnbarkeitserklärung (§ 42 WFNG NRW) stehen prinzipiell Rechtsgrundlagen zur Verfügung. Im Koalitionsvertrag von Juni 2012 werden auch zu diesem Rechtsinstrument weitere Präzisierungen angekündigt, um die Mobilisierung von Problemimmobilien zu erleichtern.

Die Anwendung des Rechtsinstrumentariums hängt jedoch auch hier davon ab, ob die Maßnahmen wirtschaftlich zumutbar sind. Eine Vorabprüfung der Wirtschaftlichkeit ist häufig aufgrund fehlender Information zu Kosten, Finanzierung und Vermietbarkeit nur schwer durchführbar.

Die Leistung von Ersatzvornahmen stößt wie bereits skizziert auf das Problem, daß die kommunalen Kosten für Ersatzvornahmen aufgrund der Nachrangigkeit im Grundbuch im Falle der Insolvenz oder Zwangsversteigerung unter Umständen nicht erstattet werden.

IV.2.4 Zwischenfazit Bestandspflege und Modernisierung

Grundsätzlich stehen den Kommunen in Nordrhein-Westfalen mit dem vorhandenen Rechtsinstrumentarium bereits heute verschiedene Möglichkeiten zur Verfügung, um der Vernachlässigung und Verwahrlosung von Gebäuden und Wohnraum Einhalt zu gebieten. Mit den geplanten Novellierungen sollen in diesem Bereich weitere Verbesserungen erzielt werden.

Die Anwendung der beschriebenen Instrumente hängt jedoch sowohl von der baulichen Beschaffenheit der betroffenen Gebäude und Wohnungen (beginnende Probleme / Prophylaxe, deutliche Vernachlässigung oder Verwahrlosung) als auch von der jeweiligen Situation vor Ort ab. Hier können sich die Verhältnisse unterscheiden nach

- der Zahl und der Art der Akteure,
- der städtebaulichen Situation,
- dem planungsrechtlichen Kontext oder
- der finanziellen Situation der Eigentümer.

Pauschale Vorschläge zur Anwendung werden gegebenenfalls der Situation vor Ort nicht gerecht. Nötig wäre eine qualifizierte Abwägung geeigneter Maßnahmen, die den Verhältnissen vor Ort Rechnung trägt. Dabei kommt der Kommune in ihrer kommunalen Planungshoheit die Verantwortlichkeit hinsichtlich Anwendung und Ausgestaltung zu. Entscheidend wird sein, daß die Kommune mit einer zwischen den verschiedenen Ämtern abgestimmten Strategie die Problemlösung angeht.

IV.2.4.1 Städtebauliche Sanierungsmaßnahmen

Die Möglichkeiten einer Gemeinde, unwillige Eigentümer zur Durchführung von Baumaßnahmen im **Rahmen der Stadtsanierung** zu bewegen, sind in der Praxis sehr beschränkt. Die Durchführung der Maßnahmen durch die Gemeinde setzt den Abschluß eines Duldungsvertrages voraus. Das Zustandekommen eines solchen Vertrages ist aber bei unwilligen oder wirtschaftlich nicht leistungsfähigen Eigentümern unwahrscheinlich. Zudem erfordert die

Anwendung von städtebaulichen Sanierungsmaßnahmen häufig komplexe Verfahren und den Einsatz von fachlich versiertem Personal teils über Jahre hinweg, was zu einer spürbaren Kostenbelastung für die betroffenen Kommunen führt. Es ist davon auszugehen, daß nur in den wenigsten Städten in Nordrhein-Westfalen genügend Fachpersonal vorhanden ist, welches Erfahrungen mit diesem Instrumentarium hat.

IV.2.4.2 Städtebauliche Gebote

Auch die **städtebaulichen Gebote**, mit denen Sanierungen auch gegen den Willen des Eigentümers durchgesetzt werden können, haben bis heute nur eine geringe praktische Bedeutung erlangt: „Diese Gebote haben in der Praxis nie eine große Rolle gespielt, und ihre Bedeutung tendiert gegenwärtig gegen Null“ (Lege 2005, S. 881). Von dem Instrument des Modernisierungs- und Instandsetzungsgebotes wurde gelegentlich in Sanierungsgebieten Gebrauch gemacht, aber nur als Drohmittel. Expertengespräche mit Stadtentwicklungsgesellschaften und Bauaufsichtsbehörden haben bestätigt, daß aufgrund unsicherer Rechtsprechung, langer Verfahrenswege im Rechtsstreit und fehlender finanzieller Mittel der Gemeinden die Gebote des BauGB kaum zur Anwendung kommen. Hier müssen entsprechende Maßnahmen ansetzen, um die Effektivität der Gebote als Rechtsmittel zu steigern.

Der vermehrte Einsatz städtebaulicher Gebote wird als erforderlich angesehen, um verantwortungslose Eigentümer zur Kooperation zu bewegen. Beim Einsatz von Modernisierungs- und Instandsetzungsgeboten sehen die Gutachter hauptsächlich drei Probleme:

- den zu engen Anwendungsbereich,
- die Beweislast der Gemeinden für bauliche Mängel und
- das Erfordernis der wirtschaftlichen Zumutbarkeit.

Instandsetzungsgebote setzen voraus, daß die Gemeinden bauliche Mängel, die zu Nutzungseinschränkungen der Wohnungen führen, im gerichtlichen Verfahren beweisen können. Hier könnte eine Umkehr der Beweislast eine erhebliche Verfahrensvereinfachung bewirken: Der Eigentümer müßte beweisen, daß ein bestehender Mangel nicht auf bauliche Mängel oder sein Einwirken zurückzuführen ist.²²⁸

IV.2.4.3 Vorkaufsrechte

Auch die erfolgreiche Anwendung von **Vorkaufsrechten** ist in der Praxis an verschiedene Bedingungen geknüpft: Vom Vorkaufsrecht kann die Gemeinde nur dann Gebrauch machen, wenn es zum Verkaufsfall kommt. Allerdings ist auf Grund der finanziellen Situation der Gemeinden die Finanzierung mit Eigenmitteln oft nicht möglich. Davon abgesehen wollen die Gemeinden die Eigentümer oft nicht aus der Verantwortung entlassen. Nicht zuletzt scheuen sie auch die aus der Ausübung des Vorkaufsrechts entstehenden Zustandsverpflichtungen.

²²⁸ Hans-Peter Neuhaus, Stadt Dortmund, Amt für Wohnungswesen, Stellungnahme zum Fragenkatalog der Kommission für die Anhörung am 13.1.2012.

Trotz der Kostenrisiken und der langen Verfahrenswege kann es zweckmäßig sein, daß die öffentliche Hand sich die Eigentumsrechte an vernachlässigten Wohngebäuden sichert, um die Immobilien einer Sanierung durch einen verantwortlichen Träger zuzuführen.

Das Vorkaufsrecht nach dem BauGB hat die Besonderheit, daß die Gemeinde das Grundstück zum Verkehrswert erwerben kann und nicht zu dem Preis, den der Eigentümer mit einem Dritten ausgehandelt hat („preislimitiertes Vorkaufsrecht“). Aber das preislimitierte Vorkaufsrecht greift in der Praxis wegen fehlender Rechtsgrundlagen oft nicht (kein förmlich festgelegtes Sanierungsgebiet oder nicht-limitiertes Vorkaufsrecht nicht ausdrücklich in der Sanierungssatzung erwähnt). In diesen Fällen liegt lediglich ein allgemeines Vorkaufsrecht vor.

Wenn nicht das einzelne Grundstück verkauft wird, sondern die Kapitalgesellschaft, die das Eigentum an dem Grundstück hält, dann greift auch eine Vorkaufsrechtssatzung nicht. Das ist ein Beispiel dafür, wie Eingriffsrechte der Gemeinden durch Share deals umgangen werden können.

Auch im Insolvenzfall greift eine Vorkaufsrechtssatzung nicht. Ebenso wenig würde ein aufgrund einer Sanierungssatzung eingetragenes Vorkaufsrecht oder das allgemeine gemeindliche Vorkaufsrecht nach BauGB greifen. Die Gutachter regen daher eine Änderung des Insolvenzrechtes mit dem Ziel an, daß das Vorkaufsrecht aufgrund einer Vorkaufsrechtssatzung auch im Insolvenzfall gelten soll. Außerdem soll sich im Insolvenzfall das Vorkaufsrecht auf den Verkehrswert beziehen. **Es sollte geprüft werden, ob eine Änderung des im BGB niedergelegten Grundsatzes, daß das Vorkaufsrecht in der Zwangsversteigerung nicht zum Tragen kommt, möglich ist.**

Schließlich sollte die Finanzausstattung der Gemeinden so bemessen sein, daß sie gegebenenfalls auch mit den Mitteln des allgemeinen Vorkaufsrechts geordnete städtebauliche Verhältnisse schaffen können: „Die angesprochenen Vorkaufsrechte der Gemeinden erzeugen bei ihrer tatsächlichen Ausübung einen kurzfristigen Finanzbedarf, der bei der heutigen angespannten Haushaltsslage von den Gemeinden im Regelfall nicht erfüllbar ist.“²²⁹

Dabei geht es nicht nur um Entschädigungsleistungen, sondern auch um Personalkosten. Die Einleitung, die Durchführung und die Überwachung der Verfahren binden in erheblichem Umfang Kapazitäten entsprechend geschulten Fachpersonals bzw. externer Berater und Dienstleister.

Einen empirischen Überblick, ob und welche Instrumente die Kommunen in Nordrhein-Westfalen bislang angewandt haben, soll ein weiteres von der Enquetekommission „Wohnungswirtschaftlicher Wandel und Neue Finanzinvestoren auf den Wohnungsmärkten in NRW“ beauftragtes Gutachten ermitteln.

²²⁹ Hans-Peter Neuhaus, ebenda.

IV.2.4.4 Verfahrenskosten

Beim Einsatz von Modernisierungs- und Instandsetzungsgeboten sowie auch bei den Instrumenten zur Wohnungsaufsicht des WFNG NRW ist die **wirtschaftliche Zumutbarkeit** ein kritischer Punkt. Im Rahmen des BauGB hat der Eigentümer beim Versuch der Durchsetzung die Möglichkeit, die Übernahme des Objekts zu verlangen. Unrentierliche Kosten muß die Gemeinde dem Eigentümer erstatten. **Ersatzvornahmen** führen bei den Gemeinden häufig zu Ausfällen der vorgestreckten Kosten.

Den Kommunen stellt sich gerade bei verwahrlosten Immobilien das Problem, den Verantwortlichen zu finden. Es kommt hier darauf an, eine „ladungsfähige Adresse“ und einen vollstreckungsfähigen Titel zu haben. Schon die Recherchen dafür binden nicht selten erhebliche personelle Ressourcen der betroffenen Stadtverwaltungen. Die Kommunen sind mit solchen Ersatzvornahmen bei undurchsichtigen Eigentumsverhältnissen und unseriösen Verwaltern naturgemäß sehr zurückhaltend, weil sie zu Recht befürchten, auf den Ausgaben sitzen zu bleiben. Die Erfahrungen mit klammen Finanzinvestoren waren in dieser Hinsicht nicht selten frustrierend.

Um leistungsfähigen, aber nicht handlungs- oder zahlungsunwilligen Eigentümern begegnen zu können, sollte im Verdachtsfall den Gemeinden die Möglichkeit gegeben werden, die **Offenlegung von Konten** zu verlangen. Als Voraussetzung dafür müßten die Kosten der Ersatzvornahme als „Leistung durch Dritte“ i.S. von § 267 BGB deklariert werden. Auf diese Weise könnte bereits im Vorfeld geprüft werden, ob ein Eigentümer tatsächlich nicht leistungsfähig ist und die Verschwendung von Haushaltsgeldern vermieden werden.

Eine zusätzliche Sicherheit könnte die Behandlung der **verauslagten Kosten der Ersatzvornahme als öffentliche Last** bieten.²³⁰ Sie könnten dann bei offenen Forderungen im Zwangsversteigerungsverfahren im geringsten Gebot berücksichtigt werden (§ 10 ZVG). Damit wäre es der Gemeinde als bestbetreibender Gläubiger möglich, die ihr durch Ersatzvornahme entstandenen Kosten zu sichern. Maßnahmen zur Sicherung solcher Forderungen wie die Eintragung einer Zwangshypothek sind vielfach nicht effektiv – besonders bei Schuldern mit Wohnsitzen außerhalb Deutschlands. **Es sollte geprüft werden, ob und inwieweit die Behandlung von verauslagten Kosten als öffentliche Last rechtssystematisch möglich ist.**

Ersatzvornahmen sollten auch Kommunen mit Haushaltssicherungskonzept ermöglicht werden. Dieses Ziel könnte durch Landeszuschüsse für die Wahrnehmung der Aufgaben der Wohnungsaufsicht erreicht werden.

Die Anwendung der Instrumente des BauGB bedeuten für die Kommunen die Bereitstellung finanzieller Mittel, die Kommunen in der Haushaltssicherung schwerlich vorfinanzieren können. Für die Zwecke der effektiven Durchsetzung von Modernisierungs- und Instandsetzungsgeboten sollten die Gemeinden **mit entsprechenden finanziellen Mitteln ausgestattet** werden. Die Gutachter schlagen vor, aus einem Landesförderprogramm oder sonstigen Lan-

²³⁰ Hans-Peter Neuhaus, ebenda.

desmitteln Mittel zur Verfügung zu stellen, um Sanierungs- und Instandsetzungsgebote materiell zu unterlegen, also nötigenfalls auch die Übernahme der Objekte zum Verkehrswert zu finanzieren.

IV.3 Handlungsempfehlungen im Bereich der Strategien und Werthebel

Im Bereich der Strategien und Werthebel erscheinen den Gutachtern bei den untersuchten Plattformen neben bestimmten Praktiken im Zusammenhang mit der Durchsetzung von Mieterhöhungen nicht zuletzt auch die mit umfänglichen Personalfreisetzung verbundenen Reorganisationsprojekte kritikwürdig. Die Folgen solcher mit dem Ziel der Effizienzsteigerung in der Bewirtschaftung begründeter Projekte für die Arbeitsbedingungen, die Unternehmenskultur und die Servicequalität aus der Sicht der Mieter sind in der Regel negativ.

Davon abgesehen bedarf es eines Instrumentes, um wirksam gegen Eigentümer vorgehen zu können, die wesentliche Eigentümerpflichten grob vernachlässigen, indem sie z.B. gar nicht erreichbar sind oder nichts gegen Gesundheits- und Unfallgefahren unternehmen. Solchen Pflichtverletzungen könnte besonders effektiv mit einer regelmäßig zu erneuernden Lizenzierung von größeren Vermietern begegnet werden.

IV.3.1 Handlungsempfehlungen im Bereich der Mietpreispolitik

Die Mietpreispolitik der von Finanzinvestoren gesteuerten Plattformen ist im Allgemeinen durch ein Ausreizen der rechtlichen und marktmäßigen Mieterhöhungsspielräume gekennzeichnet, wobei zum Teil auch Konflikte mit der Mieterschaft in Kauf genommen werden. Die Spielräume für solches Verhalten werden zum einen von der örtlichen Wettbewerbssituation und zum anderen von der Bereitschaft der Mieter bestimmt, sich mit rechtlichen Mitteln gegen zweifelhaft begründete Mieterhöhungsverlangen zur Wehr zu setzen. Nach Einschätzung der Gutachter kann die Mietpreispolitik der Finanzinvestoren besonders an Standorten mit einem spürbaren Wohnungsmangel zum Problem werden. Unter solchen Marktverhältnissen dürften sie unter den ersten sein, die auch im Vertragsbestand marktgerechte Mieterhöhungen durchzusetzen versuchen. Problematisch sind außerdem sehr hohe Marktanteile bestimmter Finanzinvestoren in bestimmten Stadtbezirken oder Quartieren, weil ein hoher Marktanteil einem Anbieter monopolistische Preissetzungsspielräume eröffnet.

Die Bearbeiter sind der Ansicht, daß das deutsche Mietrecht grundsätzlich einen ausreichenden Schutz vor unangemessenen Mieterhöhungen für frei finanzierten Wohnraum bietet. Die Vergleichsmiete reflektiert Änderungen der Knappheitsverhältnisse an den Wohnungsmärkten nur mit Verzögerung und die preisrechtliche Kappungsgrenze bietet den Mietern einen zusätzlichen Schutz. Vor diesem Hintergrund kann man gewinnorientierte Unternehmen nicht prinzipiell dafür kritisieren, daß sie ihre Mieterlöse zu maximieren versuchen. Kritisch zu bewerten sind allerdings die Umgehungsaktivitäten, die zum Teil von den Finanzinvestoren entfaltet wurden: Neuzuordnungen im Mietspiegel, Flat rent oder mißverständliche Angebote zu einvernehmlichen Mieterhöhungen.

Zur Flankierung der mieterschützenden Gesetzgebung erscheint das vom Immobilienverband Deutschland (IVD) praktizierte Modell der Streitschlichtung mittels eines Ombudsmannes / einer Ombudsfrau geeignet.²³¹

Die Institution des Ombudsmannes Immobilien im Immobilienverband Deutschland (IVD) dient der außergerichtlichen Beilegung von Streitfällen zwischen der Immobilienwirtschaft und den Verbrauchern.

Verbraucher, die mit dem Verhalten von IVD-Mitgliedsunternehmen nicht einverstanden sind, haben die Möglichkeit, den Vorgang durch den neutralen Ombudsmann unparteilich und vertraulich in einem schriftlichen Verfahren prüfen zu lassen. Der Ombudsmann prüft die Rechtslage und richtet seinen Schlichtungsvorschlag daran aus. Das Verfahren zielt darauf ab, die Lage des Beschwerdeführers zu verbessern und die Streitigkeiten beenden. Es soll möglichst in weniger als fünf Monaten abgeschlossen sein. Voraussetzung des Verfahrens ist, daß der Wert der Beschwerde 3.000 Euro überschreitet. Das Verfahren selbst ist kostenlos.

Wenn sich ein IVD-Mitglied rechtswidrig verhalten hat, drohen Sanktionen des Verbandes, bis hin zum Ausschluß.

Quelle: Harriehausen 2009

Weitere Informationen unter <http://www.ombudsmann-immobilien.net/seiten/funktion-des-ombudsmanns.html>

Es handelt sich um ein förmliches Verfahren zur Schlichtung von Verbraucherbeschwerden, die bisher oft vor Gericht endeten. Gerichtsverfahren sind für die Mieter mit Aufwand und bei Nichterfolg auch mit Kosten verbunden. Die gerichtliche Streitbeilegung bedeutet für die Mieter daher eine erhebliche Hemmschwelle.

Angesichts der guten Erfahrungen des IVD mit seinem Ombudsmann-Modell wird vorgeschlagen, dieses Modell auf die Wohnungswirtschaft zu übertragen. Eine Umsetzungsmöglichkeit wäre die Schaffung eines entsprechenden Amtes beim GdW Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen. Nach Kenntnis der Gutachter sind zumindest die Gagfah und die Deutsche Annington dort Mitglied. Alternativ könnte die Landesregierung eine öffentlich-rechtlich Beauftragte einsetzen.

Angesichts der Möglichkeit, daß die Beauftragte mit Eingaben überschüttet wird, sollte sie in gewissem Umfang mit Fachpersonal ausgestattet und ihre Zuständigkeit inhaltlich zunächst auf Streitigkeiten über die Miethöhe begrenzt werden. Zusätzlich müßten Verfahrensvoraussetzungen eingeführt werden. Die Gutachter denken hier an einen Mindeststreitwert und an den Nachweis, daß der Mieter bereits vergeblich und rechtlich nicht aussichtslos Beschwerde

²³¹ Der IVD vertritt rund die Hälfte aller in Deutschland tätigen Immobilienmakler.

gegen seinen Vermieter geführt hat. Eine derartige Bescheinigung könnte von den örtlichen Mietervereinen ausgestellt werden, die für ihre damit verbundenen Verwaltungskosten im Falle der Annahme des Verfahrens durch die Ombudsfrau zu entschädigen wären.

IV.3.2 Handlungsempfehlungen im Bereich der Personalpolitik

Die Mitarbeiter von Unternehmen, die von Finanzinvestoren beherrscht werden, leiden in den meisten Fällen an einem erhöhten Leistungsdruck durch zunehmende Arbeitsverdichtung und durch die Auswirkungen einer kennzahlengläubigen Unternehmensführung. In manchen Organisationen wird der auf den Mitarbeitern lastende Druck durch Geschäftsprozeßreorganisationen erhöht, bei denen buchstäblich kein Stein auf dem anderen bleibt und meistens auch in erheblichem Umfang Personal freigesetzt wird. Schließlich läßt sich eine gewisse Tendenz zur Tariffucht mit dem Instrument des Outsourcings und Insourcings von Teilprozessen erkennen. Die Organisationen neigen dazu, den wohnungswirtschaftlichen Tarif nicht mehr in der Breite anzuwenden.

Der Betriebsrat hat bei der Gestaltung der Organisation durch den Arbeitgeber keine „harten“ Mitbestimmungsrechte. Seine Mitwirkung ist auf Informationsrechte beschränkt. Der Betriebsrat kann verlangen, daß ihm im Einzelnen belegt wird, wie die Kapazitäten für die neue Organisationsstruktur ermittelt wurden. Wenn die Reorganisation „wesentliche Nachteile für die Belegschaft oder erhebliche Teile der Belegschaft zur Folge haben“ kann, handelt es sich um eine Betriebsänderung im Sinne der §§ 111 ff. Betriebsverfassungsgesetz. Betriebsänderungen liegen vor, wenn es im Zuge der Reorganisation zu einem größeren Personalabbau oder zu umfänglichen Versetzungen kommt. Der Arbeitgeber kann im Rahmen seines Direktionsrechts auch Reorganisationen mit wesentlichen Nachteilen für die Belegschaft durchsetzen, doch ist er dann nach § 112 verpflichtet, mit dem Betriebsrat über einen Interessenausgleich und einen Sozialplan zu verhandeln (Berner 2011).

Es wäre erwägenswert, die Mitwirkungsrechte der Betriebsräte im Falle einer Betriebsänderung im Sinne der §§ 111 ff. Betriebsverfassungsgesetz auf geeignete Weise zu stärken. Diesem Zweck könnte eine zusätzliche Prüfungsinstanz dienlich sein, die unabhängig begutachtet, ob ein krasses Mißverhältnis zwischen den wesentlichen Nachteilen für die Arbeitnehmer und die anderen Stakeholdergruppen und den von der Arbeitgeberseite erwarteten Vorteilen besteht. Das Direktionsrecht des Arbeitgebers könnte gesetzlich entsprechend beschränkt werden, so daß derartige, dem Unternehmensinteresse zuwiderlaufende Reorganisationsprojekte gerichtlich angefochten werden könnten.

IV.3.3 Lizenz für Vermieter: Das Philadelphia-Modell

Der Vernachlässigung der Eigentümerpflichten kann aus der Sicht der Gutachter am wirksamsten begegnet werden, indem man Verstöße finanziell sanktioniert. Am effektivsten wäre in dieser Hinsicht eine regelmäßig zu erneuernde Lizenzierung von Vermietern mit der Konsequenz, daß die Lizenz bei wiederholten Verstößen verweigert werden kann und der Vermieter den Anspruch auf Mietzahlungen verliert. Als Vorbild kommen die entsprechenden Vorschriften der Stadt Philadelphia in Pennsylvania in Frage.

Vermieter (natürliche und juristische Personen) in Philadelphia, Pennsylvania sind gesetzlich verpflichtet, eine objektbezogene Lizenz zu erlangen, bevor sie eine Wohnung vermieten. Personen, die ein Mehrfamilienhaus mit drei oder mehr Wohneinheiten betreiben, brauchen eine Mehrfamilienhauslizenz.

Ohne eine solche Lizenz haben sie keinen Anspruch auf Mietzahlungen. Die Lizenz ist formularmäßig unter genauer Bezeichnung der Eigentums- und Verwaltungsverhältnisse beim City Department für Lizenzen und Inspektionen zu beantragen. Der Eigentümer eines Mehrfamilienhauses ist verpflichtet, einen Verwalter zu benennen, der insbesondere Mitteilungen, Einbestellungen oder Vorladungen rechtsgültig entgegennimmt. Der Verwalter ist verpflichtet, einen Wohnsitz oder eine regelmäßig besuchte Geschäftsstelle innerhalb des Stadtgebietes zu unterhalten. Wenn der Eigentümer selbst diese Voraussetzungen erfüllt, kann er oder sie sich selbst mit der Verwaltung beauftragen.

Die jährlich zu erneuernde Lizenz ist gebührenpflichtig und kostet pro Wohneinheit 50 Dollar im Jahr. Die maximale Höhe der Gebühr für einen Vermieter beträgt 20.000 Dollar im Jahr.

Die Lizenz kann verweigert werden, wenn der Vermieter sich Verletzungen des Housing code hat zuschulden kommen lassen (Commonwealth's Landlord and Tenant Act von 1951 und Code of General Ordinances der Stadt Philadelphia, hier besonders Titel 4, Building Construction and Occupancy Code). Mieter können Codeverletzungen dem City Department für Lizenzen und Inspektionen melden. Bei solchen Verletzungen kann es sich um Verstöße gegen Brandschutzvorschriften, Lagervorschriften, Habitability codes (z.B. Heizpflicht, Tageslicht, Lüftungsmöglichkeiten, Maßnahmen gegen Schädlinge und Nagetiere) und Sicherheitsvorschriften (z.B. Flurbeleuchtung) handeln.

Jedesmal, wenn eine Wohneinheit an einen neuen Mieter vermietet wird, muß der Eigentümer dem Mieter eine schriftliche Erklärung mit Angabe der Lizenznummer vorlegen mit dem Inhalt, daß die Wohneinheit lizenziert ist.

Der Lizenzierungsprozeß schützt sowohl Mieter als auch die Öffentlichkeit, indem er die Verantwortlichkeit der Grundeigentümer für ihre Liegenschaften sichert. Jeder neue Lizenzbewerber wird kontrolliert, um die Sicherheit und die Qualität der Vermietungsleistung zu gewährleisten. Befürworter betonen insbesondere die präventive Wirkung des Systems gegen Rechtsverstöße durch die Vermieter.

Es wird vorgeschlagen, die rechtliche Zulässigkeit eines derartigen Lizenzierungsmodells zu prüfen. Ausgangspunkt dafür soll das Modell aus Philadelphia sein, allerdings mit folgenden Modifikationen:

- Die Gebühr beträgt 50 Euro pro Jahr und Wohneinheit ohne Obergrenze. Die Einnahmen können insbesondere auch für Ersatzmaßnahmen und vergleichbare städtebauliche Zwecke eingesetzt werden.
- Die Lizenzvergabe wird auch davon abhängig gemacht, ob in der Vergangenheit gegen andere öffentlich-rechtliche Vorschriften verstoßen wurde, z.B. Mietpreisüberhöhung, Mietwucher, Antidiskriminierungsgesetz.
- Die Lizenz ist nicht übertragbar.
- Lizenznehmer bei juristischen Personen ist die Objektgesellschaft, die im Grundbuch eingetragen ist. Diese hat die Bestände entweder selbst zu verwalten oder einen vor Ort erreichbaren Verwalter zu bezeichnen.
- Die Lizenz wird auch dann verweigert oder widerrufen, wenn bei der Beantragung falsche Angaben gemacht wurden oder Änderungen der Verhältnisse nicht unverzüglich angezeigt werden. Beispiele: nicht angezeigter Verwalterwechsel oder Nicht-Erreichbarkeit des neuen Verwalters vor Ort.
- Falls der Verlust des Anspruches auf die Mieteinnahmen aus verfassungsrechtlicher Sicht unverhältnismäßig sein sollte, können alternativ empfindliche Geldbußen für das Vermieten ohne Lizenz vorgesehen werden.
- Eventuell können Mietwohngebäude, die Teil eines Privatvermögens sind, von der Lizenzierungspflicht ausgenommen werden, dies aber nur für Bestände im Umfang von bis zu 15 Wohneinheiten.

Die Anforderungen können nach erfolgreicher Einführung des Systems gegebenenfalls noch erweitert werden. Es erscheint notwendig, die Zahl der lizenzfrei vermietbaren Wohneinheiten sehr niedrig festzusetzen (in Philadelphia: Null), damit die Lizenzierungspflicht nicht durch Aufspaltungen umgangen werden kann. Die Gutachter schlagen vor, daß alle Mehrfamilienhäuser mit 3 oder mehr Wohneinheiten davon betroffen sein sollen, die zu einem Betriebsvermögen gehören. Die private Vermietung von mehr als 15 Wohneinheiten soll ebenfalls lizenzierungspflichtig sein.

Die Gutachter erwarten von der vorgeschlagenen Lizenzpflicht eine präventive Abschreckungswirkung und eine nachhaltige Befriedung der Mieter-Vermieter-Beziehung. Eine Lizenzpflicht stellt jedoch einen Eingriff in die Eigentumsrechte und die Berufsfreiheit der Vermieter dar, der möglicherweise einer verfassungsrechtlichen Prüfung ausgesetzt werden könnte. Es empfiehlt sich daher im Vorfeld systematisch Daten und Fakten über Rechtsverstöße von Vermietern zu sammeln und zwar besonders über solche, die mit gesundheitlichen Gefährdungen verbunden sind.

IV.4 Nachhaltige Bewirtschaftung

Die bis hierhin vorgeschlagenen Maßnahmen waren symptomorientiert und setzen das Vorhandensein von Vermietungsplattformen voraus, die von Finanzinvestoren beherrscht werden. Die vorgeschlagenen Maßnahmen erscheinen geeignet, das Bewirtschaftungsverhalten der Plattformen zu beeinflussen. Aber selbst in der kombinierten Wirkung ergibt sich daraus noch kein nachhaltiges Geschäftsmodell.

Der Vorschlag zur Grunderwerbsteuer würde die Attraktivität des gesamten Geschäftsmodells der Private Equity-Fonds wesentlich beeinträchtigen. Er enthält aber keine konstruktive Alternative für die Eigenkapitalbeschaffung. Eine solche Alternative sehen die Gutachter in den sogenannten Housing Investment Trusts. Das sind nachhaltige Investmentvehikel, die aufgrund ihrer spezifischen Regulierung einen nachhaltigen Bewirtschaftungsansatz verfolgen. Flankiert werden müßte die Schaffung der gesetzlichen Voraussetzungen für die Housing Investment Trusts allerdings von Maßnahmen zur Internalisierung der Werte einer gemeinwohlorientierten Wohnraumbewirtschaftung.

IV.4.1 Housing Investment Truste (HITs)

Mit dem Engagement von Finanzinvestoren auf dem deutschen Wohnungsmarkt stellt sich die Frage nach einer sozial- und gesellschaftspolitisch angemessenen Struktur des Wohnungsangebotes neu. Grundsätzlich sollte das Wohnungsangebot auf verschiedenen Säulen ruhen, den privaten, den genossenschaftlichen und den öffentlichen Vermietern. Die Bedeutung der Finanzinvestoren als Eigentümer von Mietwohngebäuden sollte nach den bisherigen Erfahrungen in Zukunft eher ab- als zunehmen. Inwieweit im Zuge des Exits von Finanzinvestoren börsen- und indexnotierte Aktiengesellschaften an die Stelle der Private Equity-Strukturen treten werden, muß abgewartet werden. Auch hier dürfte wieder der Konflikt zwischen den Ausschüttungsinteressen der Shareholder und den berechtigten Interessen der anderen Stakeholder auftreten. Daraus folgt aber nicht, daß große Wohnungsunternehmen keinen Zugang zu privaten Eigenkapitalquellen haben sollten.

In Deutschland herrscht abgesehen von den REPE-Fonds und anderen Finanzinvestoren sogar ein ausgesprochener Mangel an Kapitalsammelbecken, die Eigenkapital für wohnungswirtschaftliche Investitionen zur Verfügung stellen:

- Es gibt nur wenige Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften nach deutschem Recht.
- Die offenen Immobilienfonds haben traditionell wenig in Wohnimmobilien investiert und sie durchleben als Anlageklasse derzeit eine existenzielle Krise.
- Den deutschen REITs ist es verboten, in Bestandsmietwohnimmobilien zu investieren.
- Den geschlossenen Wohnungsfonds ist es bis heute nicht gelungen, breitere Anlegerkreise für ein Investment in Wohnimmobilien mittels entsprechend ausgerichteter geschlossener Immobilienfonds zu gewinnen.²³² Außerdem weist der Sektor der ge-

²³² Im Jahr 2010 sind 1,6 Milliarden Euro in geschlossene Immobilienfonds mit deutschen Objekten neu investiert worden. Aber nur knapp 12 Prozent davon (entspricht weniger als 200 Mio. Euro) sind in Wohnungsfonds geflossen (Gotzi 2011).

geschlossenen Immobilienfonds nur eine geringe Regulierungsintensität auf und die Fonds unterliegen nicht der Finanzdienstleistungsaufsicht. Die geschlossenen Immobilienfonds sind ein vergleichsweise wenig transparentes Kapitalanlageprodukt, das für den unbedarften Anleger nicht unerhebliche Risiken mit sich bringt.

Vor diesem Hintergrund nimmt es nicht Wunder, daß ausländische REITs, Immobilien-Aktiengesellschaften und eben auch REPE-Fonds gewissermaßen „in die Lücke gestoßen“ sind. Das Engagement solcher Adressen hat den grundsätzlichen Nachteil, daß das nationale Gesellschaftsrecht auf sie nicht anwendbar ist. Die verbreitete Regulierungsarbitrage wirkt sich so aus, daß Rechtsformen, die den Zielen der Investoren in irgendeiner Weise im Wege stehen, einfach gemieden werden. Vorstellbar wäre allenfalls, daß sich der nationale Gesetzgeber auf eine Art Unterbietungswettbewerb mit den ausländischen Gesetzgebern einläßt, also im Zweifel einseitig den Shareholderinteressen Geltung verschafft. Das würde aber allen wohnungspolitischen Zielsetzungen zuwiderlaufen.

Dem eklatanten Mangel an ergiebigen, transparenten und gesetzlich steuerbaren Eigenkapitalquellen für wohnungswirtschaftliche Investitionen in Deutschland kann mit einer Verbesserung des Zugangs zu sozial weitgehend ungebundenen Eigenkapitalquellen natürlich nicht abgeholfen werden. Nötig wäre vielmehr ein alternatives Investmentvehikel, um in der Zukunft Privatisierungen an die „falschen Adressen“ zu verhindern. Es müßte sich also um besonders qualifiziertes Eigenkapital handeln.

Angesichts der besonderen Eigenschaften des Gutes Wohnen und der begrenzten Renditeaussichten einer nachhaltigen und sozial verträglichen Bewirtschaftung eines gegebenen Wohnimmobilienbestandes sollte ein entsprechendes kapitalmarktfähiges Investmentvehikel folgende Anforderungen erfüllen: Es müßte sich um eine börsennotierte Aktiengesellschaft mit bestimmten effektiven und kontrollierbaren Geschäftsbeschränkungen und Verhaltensbindungen handeln, denen als Kompensation steuerliche Vergünstigungen gegenüberstehen. Die Herausforderung für den Gesetzgeber besteht darin, beides so auszubalancieren, daß sich das erwünschte Bewirtschaftungsverhalten im Vollzug einstellt und die Investition den Anlegern gleichwohl noch die Aussicht auf eine moderate Renditeerwartung nach Steuern bietet.

Für die Konstruktion eines geeigneten Investmentvehikels bietet es sich an, an die REIT-Gesetzgebung anzuknüpfen, die allerdings um die Dimensionen der Nachhaltigkeit und Sozialverträglichkeit zu ergänzen wäre. Es würde sich also um eine Sonderform der deutschen REITs handeln: Wenn eine Aktiengesellschaft bestimmte zusätzliche Anforderungen erfüllt, dann sollte sie anders als die REITs in Bestandsmietwohnimmobilien investieren dürfen. Für eine solche besonders qualifizierte Aktiengesellschaft wird die Bezeichnung „Housing Investment Trust“ (Kurzform „HIT“) vorgeschlagen. Grundsätzlich würden also das Aktiengesetz und das REIT-Gesetz auch für die neuen Housing Investment Trusts gelten, jedoch mit folgenden allerdings gravierenden Abweichungen:

- **Unternehmensgegenstand:** Eigentum an in- und ausländischen Immobilien mit Schwerpunkt auf Bestandsmietwohnimmobilien zu erwerben, zu halten, zu verwalten und zu veräußern
Begründung: REITs sind für die Investition in Bestandsmietwohnimmobilien wegen fehlender Geschäftsbeschränkungen und Verhaltensbindungen nicht qualifiziert
- **Investitionsschwerpunkt bei Immobilien:**
 - Mindestens 80 Prozent des Gesamtvermögens müssen in Immobilien und mindestens 60 Prozent des Gesamtvermögens in Mietwohnimmobilien gebunden sein (Ermittlungsgrundlage jeweils: IFRS-Bewertung).
Begründung: Definition des Unternehmensgegenstandes. Den HITs soll in begrenztem Umfang eine Risikostreuung außerhalb der Anlageklasse Wohnimmobilien ermöglicht werden. Außerdem muß eine Mindestliquiditätsquote vorgehalten werden.
Alternative: Mindestens 80 Prozent des Gesamtvermögens müssen in Mietwohnimmobilien gebunden sein Die Obergrenze für den Immobilienanteil entfällt.
 - Mögliche Ergänzung: Gegebenenfalls Ausschluß oder Begrenzung bestimmter Anlageklassen im Nicht-(Wohn-)Immobilienportfolio, um das Risiko zu begrenzen, daß dort besonders hohe Risiken eingegangen werden.
 - Mindestens 50 Prozent der Bruttoerträge müssen aus dem Immobilienvermögen stammen.
Begründung: Aufgrund der besonderen Bindungen wird eine relative Performanceschwäche der Wohnimmobilien erwartet. Diese soll sich nicht statusschädlich auswirken.
- **Mindestausschüttung:** Die Mindestausschüttung sollte von 90 auf 60 Prozent des handelsrechtlichen Gewinns gesenkt werden. Das würde bedeuten, daß die HITs auf beinahe die Hälfte des handelsrechtlichen Gewinns keine gewinnbezogenen Steuern leisten müßten, wenn nur der Mindestbetrag ausgeschüttet wird.
Begründung: Kompensation der Geschäftsbeschränkungen und Verhaltensbindungen sowie der besonderen Beschränkungen beim Immobilienhandel. Daneben soll die Selbstfinanzierungskapazität der HITs geschont werden.
- **Revolvierender Kapitalfonds:** Die Mindestausschüttungsquote von 60 Prozent ist zugleich Ausschüttungsobergrenze. Das so gebildete unversteuerte Eigenkapital soll auf Dauer im Unternehmen verbleiben. Es ist dementsprechend in der Bilanz gesondert als Rücklage auszuweisen. Die einbehaltenen Gewinne stehen für die Finanzierung von Neubau- und Bestandsinvestitionen zur Verfügung.
Begründung: Schonung der Selbstfinanzierungsbasis der HITs. Die HITs sollen vor unangemessenen Ausschüttungsansprüchen ihrer Aktionäre geschützt sein. Der Kapitalfonds ist möglichen Verwertungsinteressen der Aktionäre von vornherein nicht zugänglich. Die HITs sind dementsprechend weniger auf Kapitalerhöhungen zur Finanzierung von größeren Projekten angewiesen. Es steht ein ergiebiger und steuereffizien-

ter Strom an Selbstfinanzierungsmitteln zur Verfügung. Eine Ausschüttungsobergrenze von 60 Prozent dürfte angesichts der besonderen Bindungen der HITs im Vollzug Ausschüttungsrenditen oberhalb von 3,5 Prozent kaum zulassen, denn selbst ohne solche Bindungen sind nachhaltig Renditen aus der Bestandsbewirtschaftung oberhalb von 5 Prozent in der Regel nicht zu erreichen. Wenn man annimmt, daß ein sehr effizienter HIT trotz der Bindungen auch wegen der Erzielung etwas höherer Renditen aus seinen anderen Investments eine Eigenkapitalverzinsung von 6 Prozent schafft, dann ergibt sich bei 60 Prozent Ausschüttungsquote eine Ausschüttungsrendite von 3,6 Prozent.

Mögliche Ergänzungen: Zweckbindungen, um die unversteuerten Gewinne gezielt in das Wohnungsportfolio zu lenken sowie eine zweite Ausschüttungsobergrenze, die sich auf die Ausschüttungsrendite bezieht.

- **Steuerliche Förderung auf der Anlegerebene:** Auf der Ebene der Anleger sollten die laufenden Ausschüttungen in geringerem Maße steuerlich belastet werden als Erträge aus anderen Kapitalanlagen (einschließlich der REITs), wenn die Aktien als Teil eines Privatvermögens gehalten werden. Dabei sind aber regressive Verteilungswirkungen so weit wie möglich zu vermeiden. Der erwünschte Verteilungseffekt kann möglicherweise durch Steuergutschriften herbeigeführt werden.

Begründung: Die HITs sind aufgrund ihrer spezifischen Regulierung (in Abhängigkeit von der gesetzlichen Mindestquote an Wohnimmobilienanlagen und eventueller gesetzlicher Beschränkungen im Hinblick auf ihre sonstigen Kapitalanlagen) weniger gewinnträchtig als andere Formen der indirekten Immobilienanlage. Darüber hinaus können die Aktionäre über 40 Prozent der erzielten Gewinne bzw. die entsprechende Rücklage nie verfügen. Es handelt sich insoweit aus ihrer Sicht auch nicht um effektive Reinvermögenszuwächse. Eine steuerliche Entlastung der Anleger wird als erforderlich angesehen, damit die HITs trotzdem genügend Investitionskapital attrahieren können. Nach der Vorstellung der Gutachter sollen in erster Linie Privatanleger, Kleinsparer und Mieter als HIT-Investoren gewonnen werden.

- **Beschränkung des Immobilienhandels:** Höchstens 25 Prozent des Durchschnittswertes des Wohnimmobilienvermögens dürfen innerhalb von 10 Jahren umgeschlagen werden (entspricht 2,5 Prozent jährlich).

Begründung: Leitbild des langfristigen Bestandshalters. Eine gewisse Gestaltungsflexibilität sollte aber aus städtebaulichen und anderen Gründen erhalten bleiben.

Alternativ oder zusätzlich: Beschränkung des Wohnimmobilienverkaufs auf andere HITs als Käufer, um zu verhindern, daß Teilbestände an neue Finanzinvestoren verkauft werden können.

- **Exit tax:** Wohnimmobilien, die mindestens 5 Jahre zu einem Betriebsvermögen gehört haben, können für einen befristeten Zeitraum unter teilweisem oder gänzlichem Verzicht auf die Besteuerung des Veräußerungsgewinns und unter Befreiung von der Grunderwerbsteuer an einen HIT verkauft werden.

Begründung: Rasche Entwicklung des HIT-Sektors. Vermeidung von intransparenten

und kostentreibenden Umgehungsgestaltungen im Hinblick auf die Grunderwerbsteuer. Mit dieser Regelung würden allerdings zusätzliche Anreize für die „Privatisierung“ öffentlicher Wohnungsbestände geschaffen. Es handelte sich freilich um die Überführung in eine in besonderer Weise der Sozialbindung des Grundeigentums verpflichtete Struktur, denn die HITs weisen besondere Bindungen auf, denen Wohnungsunternehmen in öffentlichem oder sonstigem privaten Eigentum nicht unterliegen.

Die folgenden kompensierenden Geschäftsbeschränkungen und Verhaltensbindungen sollten auf das Wohnraumvermietungsgeschäft der Housing Investment Trusts angewendet werden:

- **Zusätzliche Mietbegrenzungen:** bei Neuvermietungen darf die ortsübliche Vergleichsmiete höchstens um 10 Prozent überschritten werden.
Begründung: Während im Wohnungsbestand, von Ausnahmen abgesehen, die Vergleichsmiete als solche die Mietobergrenze bildet, sind bei Neuvermietungen spürbare Überschreitungen der ortsüblichen Vergleichsmiete preisrechtlich zulässig. Je nach Marktlage kann der geforderte Mietpreis die Vergleichsmiete um bis zu 20 oder bis zu 50 Prozent übersteigen. Bei renditeorientierten Vermietern ist die Fluktuationsrate mithin ein wesentlicher Bestimmungsgrund der Sollmieteinnahmen. Wenn die HITs einer besonderen Mietbegrenzung unterliegen, sind sie besonders als Vermieter für weniger leistungsfähige Wohnungssuchende qualifiziert und sie wirken allgemein beruhigend auf die Mietpreisentwicklung ein.
Alternative: Eine Begrenzung der Neuvermietungsrenten auf die Vergleichsmiete ohne Aufschlag würde wegen der Selbstreferentialität der Vergleichsmietenermittlung die Marktorientierung der Vergleichsmiete noch weiter einschränken und damit die Wirtschaftlichkeit des Hausbesitzes gefährden.
Mögliche Ergänzung: Eine besondere einzelvertragliche Kappungsgrenze von 10 Prozent innerhalb von 3 Jahren.
- **Modernisierungen:** Begrenzung der Modernisierungsumlage auf 8 Prozent der auf die Wohnung entfallenden Kosten im Jahr
Begründung: Da die Modernisierungsumlage für alle anderen Vermieter von Wohnräumen bei 11 Prozent liegt, handelt es sich um eine gewinnmindernde Beschränkung speziell für die Housing Investment Trusts. Bei einer 8-prozentigen Modernisierungsumlage bewegen sich dynamische Investitionsrenditen je nach der wirtschaftlichen und technischen Lebensdauer zwischen 4 und 6 Prozent. Damit bliebe ein ausreichender Anreiz für die HITs, ihre Wohnungsbestände technisch auf einem aktuellen Stand zu halten und ihren Mietern eine hohe Wohnqualität zu gewährleisten. Das ist insbesondere auch für die energetische und altengerechte Ertüchtigung des Wohnungsbestandes von großer Bedeutung.
Alternative: Noch weitergehende Absenkung der Modernisierungsumlage. Der Spielraum dafür ist wegen unerwünschter Auswirkungen auf die Investitionsanreize begrenzt.

Mögliche Ergänzung: Vorgabe eines Mindestvolumens an Modernisierungen über eine geeignete Kennzahl. Hier wäre aber die Abgrenzung zu den Instandsetzungen und Instandhaltungsaufwendungen schwierig.

- **Instandhaltung:** mindestens sind die nach § 28 Abs. 2 der Zweiten Berechnungsverordnung ansetzbaren Beträge je Quadratmeter Wohnfläche im Jahr aufzuwenden (Fortschreibung mit dem Verbraucherpreisindex)

Begründung: Die Vernachlässigung der laufenden aufwandswirksamen Instandhaltung ist einer der wesentlichen Kritikpunkte an den Geschäftsmodellen der kapitalmarktorientierten Vermieter. Die Zweite Berechnungsverordnung bietet einen geeigneten Anknüpfungspunkt für eine entsprechende Bindung.

Alternative: Vorgabe eines (höheren) Mindestvolumens für Instandhaltung und Modernisierung pro Quadratmeter und Jahr (Größenordnung: 12,50 bis 20,00 Euro). Hier wäre aber eine Differenzierung und Dynamisierung analog zur Zweiten Berechnungsverordnung erforderlich.

- **Kontrolle** der Einhaltung der Geschäftsbeschränkungen und Verhaltensbindungen durch die Wirtschaftsprüfer im Rahmen einer erweiterten Jahresabschlußprüfung: Nichteinhaltung zieht den Verlust des HIT-Status nach sich.

Mit dem hier vorgeschlagenen Modell könnte eine Klasse von großen Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften geschaffen werden, die sich auf die nachhaltige Bestandsbewirtschaftung konzentrieren und sich mit ihren Mietpreisforderungen auch im Falle von Modernisierungen zurückhalten. Die Gesellschaften hätten eine erhebliche Selbstfinanzierungskraft und ihre Aktien wären für spekulative Anleger mit einem kurzfristigen Anlagehorizont unattraktiv.

Die Housing Investment Trusts würden sich nicht als Exitkanal für Private Equity-Fonds eignen, wohl aber als Vehikel für die sozialverträgliche „Privatisierung“ öffentlicher Wohnbestände. Angesichts der vorgeschlagenen gravierenden Geschäftsbeschränkungen und Verhaltensbindungen würde es sich aber um gar keine Privatisierung im Wortsinne handeln, sondern vielmehr um einen „Stock transfer“ in eine andere Eigentumsform, die durchgreifenden sozialen Bindungen unterliegt als die bisherige. Die HITs könnten gegebenenfalls aber so modifiziert werden, daß sie Beteiligungen an Wohnungsunternehmen eingehen können, die die oben skizzierten Geschäftsbeschränkungen und Verhaltensbindungen nachweislich einhalten. Damit könnten die Standortkommunen den Standortbezug „ihres“ kommunalen Wohnungsunternehmens erhalten und dennoch von den Vorteilen der HIT-Gesetzgebung insbesondere im Hinblick auf die Verbesserung der Eigenkapitalausstattung profitieren.

Mit den Housing Investment Trusts würde der gemeinwohlverpflichteten Wohnungswirtschaft eine neue und ergiebige Eigenkapitalquelle zur Verfügung stehen und privates Kapital würde für ein ethisches Investment in Wohnimmobilien mobilisiert.

Das Modell konnte an dieser Stelle nur skizziert werden. Es ist offensichtlich, daß die Herstellung der optimalen Balance zwischen den Anreizen und Bindungen noch einigen Feinschliff

erfordert. Der ganze Ansatz hat eine entfernte Ähnlichkeit mit den bei manchen Privatisierungsvorhaben vereinbarten Sozialchartas. Der wesentliche Unterschied liegt allerdings darin, daß die Bindungen der HITs umfassend, permanent und effektiv sind.

IV.4.2 Berufsbild „Wohnungswirtin“

Mit den Housing Investment Trusts würde ein neuer Typ von Wohnungsunternehmen geschaffen, die sich qualitativ auf die Leitbilder der Wohnungsgemeinnützigkeit und des sozial gebundenen Unternehmertums hin orientieren. Diese Unternehmen müßten in ihrem praktischen Wirken unter den vorgeschlagenen Rahmenbedingungen eine angemessene Balance zwischen Gemeinwohl und Gewinnorientierung finden. Sowohl der Versorgungsauftrag als auch die Unterstützung der sozialpolitischen und städtebaulichen Ziele der Standortgemeinden müßten dabei berücksichtigt werden (Kofner 2006b).

In einem gewissen Sinne würde es sich um eine Rückbesinnung auf traditionelle Werte handeln. Die Wohnungswirtschaft war nach der Abschaffung der Wohnungsgemeinnützigkeit einer kulturellen Transformation unterworfen, die sich inzwischen zu einem teilweisen Identitätsverlust ausgewachsen hat. Die Transformation reicht bis hinein in die Fachsprache. Die Veränderungen bei den Titeln von Lehrbüchern, den Bezeichnungen von Studiengängen und den Namen von Verbänden sind Ausdruck dieser Transformation. Es ist ein großer Unterschied, ob man von einer „Wohnung“ oder von einer „Immobilie“ spricht. Der Begriff „Wohnung“ stellt auf die Perspektive des Nutzers ab; er stellt die Menschen und ihren Lebensmittelpunkt in den Vordergrund. Der Begriff „Immobilie“ stellt dagegen allein auf die Perspektive des Investors ab. Aus dieser Perspektive ist eine Wohnung ein Kapitalanlageprodukt, an dem eigentlich nur die Eigenschaften des damit verbundenen Zahlungsstroms („Cash flow“) interessieren. Aus ihren geistigen, ideellen, sozialen und emotionalen Bezügen gelöst wird die Wohnung zum austauschbaren „Underlying asset“.

Ein neuer Anlauf zur Rückbesinnung auf das Gedankengut der Wohnungsgemeinnützigkeit müßte vor allem auch auf die Gewinnung der Köpfe und Herzen der Menschen setzen. Die entsprechenden Werte werden von den Mitarbeitern der Wohnungsunternehmen und den Mietern dieser Unternehmen gelebt. Ihr wechselseitiges Verhältnis müßte auf eine neue, partnerschaftliche Grundlage gestellt werden. Der Mieter ist weder Verwaltungsobjekt noch „Cash cow“, sondern Mitglied einer Hausgemeinschaft, einer Nachbarschaft, eines Quartiers und einer Gemeinde. Seine Wohnverhältnisse sind entscheidend für seine Lebensqualität und seine Lebenschancen.

Es käme also darauf an, daß die Mitarbeiter von Wohnungsunternehmen sich unabhängig von ihrem Aufgabenbereich nicht als bloße „Verwalter von Wohnraum“ verstehen, sondern als umfassende Dienstleister und Kooperationspartner ihrer Mieter. Sie müssen das gemeinnützige Gedankengut verinnerlichen. Für diesen Zweck erscheinen die Qualifizierungssysteme berufsständischer Organisationen besonders geeignet.

In der britischen sozial gebundenen Wohnungswirtschaft spielt das berufliche Qualifizierungssystem des „Chartered Institute of Housing“ eine wesentliche Rolle. Es dient nicht nur

der Durchsetzung hoher professioneller Standards in der Wohnungsverwaltung, sondern auch der ethischen und moralischen Orientierung und Verwurzelung der Mitglieder. So verstößt die Diskriminierung von Minderheiten – in welcher Form auch immer – gegen den Ehrenkodex der Mitglieder des Chartered Institute of Housing.

Der Ansatz, das Anbieterverhalten von Wohnungsunternehmen über die Qualifikation und die Wertbindung seiner Mitarbeiter und speziell seiner Führungskräfte zu steuern, ist auf lange Sicht möglicherweise effektiver als die verschiedenen Formen der Subventionierung und Regulierung der Wohnungsunternehmen. Die Mitglieder des Chartered Institute of Housing haben die soziale Verantwortung ihres Berufsstandes verinnerlicht. Sie sind eine große Wertegemeinschaft mit einem gemeinsamen Programm: „To maximise the contribution that housing professionals make to the well being of communities“ („den Beitrag zu maximieren, den Wohnungswirte zum Wohlergehen von Gemeinden leisten“).

Das Chartered Institute of Housing (CIH) ist eine auf persönlicher Mitgliedschaft basierende berufsständische Organisation der Wohnungswirtschaft mit mehr als 18.000 Mitgliedern und 110 Mitarbeitern. Der Frauenanteil unter den Mitgliedern liegt bei 54 Prozent – mit ansteigender Tendenz.

Das CIH nimmt Aufgaben vor allem auf folgenden Gebieten wahr:

- Sicherung von beruflicher Qualität und Professionalität in der Wohnungswirtschaft durch ein berufliches Qualifizierungssystem, das auch die Akkreditierung von Studiengängen einschließt
- Dienstleistungen mit Schwerpunkt im Bereich der Aus- und Weiterbildung
- Interessenvertretung der Mitglieder mit der Zielsetzung einer aktiven Einflußnahme auf die Wohnungspolitik

Diese Strukturen sorgen nicht zuletzt auch dafür, daß die britischen Wohnungswirte stolz auf ihren Beruf sind. Professionalität und Gemeinwohlorientierung in der Berufsausübung sind für sie „Ehrensache“. Damit steigt das Ansehen des Berufsstandes auch in der Öffentlichkeit.

Da die Neuorientierung von den einzelnen Mitarbeitern ausgehen muß, wäre eine Reform der Ausbildungsstrukturen erforderlich. Die Wohnungswirtschaft wird derzeit überwiegend noch als eine Teildisziplin der Immobilienwirtschaft verstanden. Dieses Verständnis trägt der Interdisziplinarität der Wohnungsmarktforschung, den multiplen Stakeholderbeziehungen von Wohnungsunternehmen und den externen Effekten der Wohnungsproduktion nicht genügend Rechnung. Es wird daher vorgeschlagen, eigenständige Studiengänge für die Wohnungswirtschaft zu entwickeln, die sich am Berufsbild eines „Housing professionals“ / Wohnungswirtes in Anlehnung an den vom Chartered Institute of Housing entwickelten Kompetenzstandard ausrichten.

Derartige Studiengänge würden sich nicht auf die wohnungswirtschaftliche BWL beschränken, sondern auch soziale, städtebauliche und kommunale Aspekte des Wohnens in ihren Lehrinhalten berücksichtigen.

IV.5 Auffanglösungen für Insolvenzfälle

Es ist nicht auszuschließen, daß es bei den in NRW vertretenen größeren Beteiligungsunternehmen zu Insolvenzen kommt. Die Risiken aus der zeitlichen Struktur der Fremdmittel könnten ab Mitte 2013 schlagend werden. Im Falle solcher Insolvenzen hat die Landespolitik grundsätzlich vier Handlungsoptionen:

1. Die „Marktlösung“: Staatliche Eingriffe unterbleiben gänzlich.
2. Die „dezentrale Lösung“: Diese Lösung läuft auf die Überführung in lokal gebundene Eigentums- und Verwaltungsstrukturen hinaus.
3. Die „zentrale Auffanglösung“: Insolvente Objektgesellschaften, die über größere Bestände in NRW verfügen, könnten vorübergehend von einem „Rettungsfonds“ übernommen werden.
4. Die „zentrale Dauerlösung“: Auch mit dieser Handlungsoption könnten Großinsolvenzen aufgefangen werden. Bei dieser Lösung werden insolvente Objektgesellschaften von einer bestehenden großen Plattform sozusagen treuhänderisch zur dauerhaften Bewirtschaftung erworben.

Bei der *Marktlösung* ist der Staat in einer bloßen Zuschauerrolle. Die Insolvenzverfahren werden gemäß den Anleihebedingungen eingeleitet und die Treuhänder beginnen mit der Verwertung der Sicherheiten für die ausstehenden Anleihen. Dabei ist zu erwarten, daß Teilportfolien an verschiedene Investoren veräußert werden, wobei der erzielbare Veräußerungspreis den Ausschlag darüber geben dürfte, wer den Zuschlag erhält. In diesem Fall entstünde wahrscheinlich ein Flickenteppich an Eigentumsrechten, der ein koordiniertes Handeln bei auftretenden städtebaulichen oder sozialen Problemen wesentlich erschweren dürfte. Außerdem könnten in diesem Szenario andere Finanzinvestoren zum Zuge kommen, darunter wahrscheinlich auch wieder unprofessionelle oder wenig bekannte und damit schwer einschätzbare ausländische Investoren. Die Marktlösung würde auf lange Sicht wahrscheinlich hohe Folgekosten in der Form der Vernachlässigung der Bestandspflege und der Mieterbelange im weitesten Sinne mit sich bringen. Als Folge der Marktlösung könnten noch gravierendere wohnungspolitische Zielverfehlungen eintreten als die durch die bisherigen Wohnraumprivatisierungen bereits verursachten.

Für die mit der *dezentralen Lösung* beabsichtigte Überführung insolventer Wohnungsbestände in lokal gebundene Eigentums- und Verwaltungsstrukturen bieten sich kommunale Wohnungsunternehmen, Wohnungsgenossenschaften oder andere nachhaltig agierende Vermieter mit Beständen an den jeweiligen Standorten an. Der Ankauf und die nachfolgende Instandsetzung von vernachlässigten Wohnungsbeständen durch solche Vermieter könnte mit Landes-

mitteln gefördert werden. Für die Modernisierung können natürlich auch Wohnungsbaufördermittel aus vorhandenen Programmen genutzt werden. Die dezentrale Auffanglösung erfordert im Falle der Insolvenz großer Plattformen allerdings erhebliche Mittel aus dem Landeshaushalt. Davon abgesehen stellt sich die Frage nach der wettbewerbsrechtlichen Verträglichkeit solcher Beihilfen. Und schließlich ist diese Lösung auf die Initiative, Leistungsfähigkeit und Handlungsbereitschaft der lokalen Akteure angewiesen, die man nicht allorts ohne weiteres voraussetzen kann.

Bei der *zentralen Auffanglösung* werden insolvente Objektgesellschaften von einem Rettungsfonds übernommen, der dann gemeinsam mit den betroffenen Gemeinden neue seriöse und solvente Eigentümer sucht. Nach dem Vorbild der Eurorettungsfonds könnte dieser Fonds mit vergleichsweise wenig Eigenkapital oder auch gänzlich ohne Eigenkapital operieren, wenn das Land seine Anleiheemissionen oder wenigstens die risikoreicheren Tranchen davon garantiert. Als Rechtsform kommt eventuell eine Zweckgesellschaft nach Luxemburger Recht in Frage. Die auszubehenden Anleihen sollten unterschiedliche Laufzeiten haben, wobei die durchschnittliche Laufzeit mehr als 5 Jahre betragen sollte.

Diese Lösung hätte den Vorteil, daß ein wesentlicher Teil der an den Markt kommenden Wohnungsbestände nicht in die Hände von (anderen) Finanzinvestoren gelangen würde. Dennoch wäre mit dieser Konstruktion aber keine wesentliche Kapitalbindung des Landes verbunden. Das Modell wäre allerdings auf seine beihilferechtlichen und haushaltsrechtlichen Auswirkungen hin zu prüfen (Schattenhaushalt?). Das Risiko liegt darin, daß die gezahlten Ankaufpreise beim Verkauf nicht erzielt werden können und das Land die Differenz ausgleichen muß. Ein Problem liegt außerdem darin, daß die bloße Existenz eines derartigen Fonds die zu erzielenden Ankaufpreise tendenziell nach oben treibt. Auf der anderen Seite könnten die Vorbereitungen für die zentrale Auffanglösung unverzüglich eingeleitet werden (vor allem die Gründung der Zweckgesellschaft und die schriftliche Zusage der Garantien). Die Rückabwicklung einer nicht benötigten Zweckgesellschaft verursacht nur geringe Kosten, so daß das Modell insgesamt einen sehr flexiblen Einsatz erlaubt.

Die *zentrale Dauerlösung* wäre idealerweise durch eine bestehende Großorganisation zu realisieren, die die bestandshaltenden Tochtergesellschaften zu übernehmen versucht. Dabei müßte es sich um eine Organisation mit einer nachhaltigen Strategie und einem nachhaltigen Geschäftsmodell handeln, die eine moderate Eigenkapitalverzinsung in der Größenordnung zwischen 3 und 6 Prozent anstrebt und nicht einseitig kurz- oder mittelfristig Eigentümerziele im Sinne einer Maximierung des Shareholder value verfolgt.

Es müßte sich um eine in NRW ansässige Organisation handeln, die diesen Anforderungen auch von ihrer Eigentümerstruktur her gesehen gerecht werden könnte und die zugleich wegen ihrer Größe und ihrer Erfahrung mit Großfusionen die Erwartung auf eine reibungsarme Integration von Großportfolien bietet. Die Eigenkapitalbasis eines geeigneten Unternehmens könnte durch das Land NRW soweit verstärkt werden, daß es sich gegebenenfalls die nötigen Fremdmittel für die Übernahme insolventer Großportfolien verschaffen könnte.

Ein Nachteil der zentralen Dauerlösung ist ihre Inflexibilität. Wenn es gar nicht zu größeren Insolvenzen kommt, dann bräuchte die Plattform auch das Eigenkapital nicht. Zweckmäßig wäre daher eine bedingte Zusage des Landes für entsprechende Eigenkapitaleinschüsse, auf deren Grundlage dann Stand by-Kreditfazilitäten beschafft werden könnten.

IV.6 Fazit

Eine Ursachenbekämpfung im Sinne einer schärferen Regulierung der für das Geschäftsmodell Private Equity relevanten Finanzmarktsegmente wäre vorstellbar. Die Gutachter vertreten in dieser Hinsicht die allerdings defätistische Position, daß Regulierungswettbewerb, Regulierungsarbitrage und zur Umgehung von Regulierungshemmnissen ersonnene Finanzinnovationen im Zuge der Globalisierung eine effektive und nachhaltige Beschränkung der Geschäftsmodelle nicht aussichtsreich erscheinen lassen.

EU-weit geltende Richtlinien wie die AIFM-Richtlinie stellen regelmäßig nur den kleinsten gemeinsamen Nenner dar und sie werden von den Mitgliedsländern unterschiedlich umgesetzt, was wiederum Spielräume für Regulierungsarbitrage eröffnet.

Lediglich die Grunderwerbsteuer bietet realistische Ansatzpunkte, um insbesondere die handelsorientierten Geschäftsmodelle an der empfindlichen Stelle der Transaktionskostenbelastung zu treffen.

Deshalb muß das Geschäftsmodell in seinen Auswirkungen auf der Objektebene für die Eigentümer weniger attraktiv gestaltet werden. Den Kommunen stehen verschiedene Instrumente zur Verfügung, um der Verwahrlosung und Vernachlässigung von Wohnraum Einhalt zu gebieten. Als Voraussetzungen für einen effektiven Einsatz der Instrumente sind insbesondere die kommunale Antizipation des Problems, die politische Priorisierung und die Bereitstellung von Mitteln und Personal von Bedeutung. Die skizzierte Umwandlung der verauslagten Kosten für Ersatzvornahmen ist hier sicherlich ein richtiger Weg, dennoch bedarf es einer entsprechenden personellen Betreuung durch die Kommunen selbst. Das erfordert wiederum eine gewisse Verwaltungskapazität und -kompetenz, über die nicht alle Kommunen verfügen dürften. Davon abgesehen bedarf es zur Lösung der Probleme im Rahmen eines gesamtstädtischen Konzeptes aktiver und gestaltender Kommunen, die in der Wohnungswirtschaft über Partner für eine reibungsarme, fruchtbare und effektive Zusammenarbeit verfügen.

Allerdings wird in schrumpfenden Wohnungsmärkten die Wirtschaftlichkeit von erforderlichen Maßnahmen nicht immer gegeben sein. Das gilt für den Einsatz städtebaulicher Instrumente ebenso wie für Modernisierungen, Umfeldinvestitionen, Abrisse und Aufwertungsmaßnahmen.

Davon abgesehen wird ein Instrumentarium gegen extreme Auswüchse der einseitig an der Maximierung des Shareholder value orientierten Geschäftsmodelle für erforderlich gehalten. Wenn eine Lizenzpflicht für die gewerbliche Vermietung von Wohnraum eingeführt würde, so hätten die Behörden mit der latenten Drohung des Lizenzentzuges ein wirksames Druckmittel gegen Vermieter in der Hand, die gegen öffentlich-rechtliche Vorschriften verstoßen.

Parallel dazu bedarf es aus der Sicht der Gutachter einer Art von Sammelstellen für Eigenkapital, das speziell für nachhaltige Investitionen in Mietwohnungsbestände gewidmet ist. Die Private Equity-Fonds sind hier in eine Lücke gestoßen, dies allerdings überwiegend ohne einen nachhaltigen Bewirtschaftungsansatz zu verfolgen. Es gibt in Deutschland nur einzelne Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften, die offenen Immobilienfonds, die ohnehin kaum in Wohnimmobilien investiert waren, befinden sich in einer existenziellen Krise und den REIT-AGs ist es nicht erlaubt, in Bestandsmietwohnimmobilien zu investieren. Wenn das Engagement alternativer Investmentfonds kritisch gesehen wird und umfängliche Wohnungskäufe durch die öffentliche Hand keine Alternative darstellen, dann braucht die deutsche Wohnungswirtschaft unbedingt ein nachhaltiges und kapitalmarktfähiges Anlagevehikel für das Halten größerer Mietwohnungsbestände. Das hier konkret skizzierte Modell der Housing Investment Trusts würde insoweit auch dazu beitragen, das Geschäftsmodell Private Equity an der Quelle auszutrocknen. Es bietet außerdem die Chance einer Rückbesinnung auf den Wertekanon der gemeinwohlorientierten Wohnungswirtschaft.

Die Bearbeiter hoffen, daß es nicht zur Insolvenz von Großplattformen kommen wird, die größere Wohnungsbestände in NRW halten. Die unlängst verkaufte LEG als landeseigenes Unternehmen hätte wie seinerzeit während der Krise um die Neue Heimat eine Plattform geboten, um nötigenfalls einen Teil der Wohnungsbestände zu übernehmen. Da dieses Vehikel nun nicht mehr zur Verfügung steht, müssen alternative Instrumente entwickelt werden. Angesichts der erfolgreichen Refinanzierung der Immeo und der geringeren Relevanz der Gag-fah für NRW, stellt eine Insolvenz der Deutschen Annington das mit Abstand größte Risiko für NRW dar.

Angesichts dessen wird ein differenziertes Vorgehen empfohlen:

- Marktlösung oder dezentrale Lösung für alle Plattformen außer der Deutschen Annington
- Unverzüglich eine zentrale Auffang- oder Dauerlösung für die Deutsche Annington vorbereiten, falls bei der Abstimmung der Gläubiger über den Vergleichsvorschlag im Oktober die erforderliche Mehrheit verfehlt wird

Quellen

- Austrup, S. (2007): Real Estate Private Equity für Projektentwicklungen, Master Thesis MBA International Real Estate Management an der Bauakademie Biberach.
- Bader, H. (1996): Private Equity als Anlagekategorie. Theorie, Praxis und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren, Verlag Haupt, Bern/Stuttgart/Wien, 1996 (Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen; BD. 223 Zugl.: St. Gallen, Universität, Diss., 1996).
- Banal-Estanol, A. / Ippolito, F. (2011): Commitment in Private Equity Partnerships, (January 14, 2011). International Conference of the French Finance Association (AFFI), May 2011. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1834349>
- Behn, S. (2010): Selbstbehalt bei Verbriefungen, in: Bankgeheimnis, Nr. 6, 2010.
- Berner, W. (2011): Der Change Guide, Abschnitte Arbeitsrecht und Mitbestimmung sowie Erfolgsfaktor Kommunikation.
- Bethge, U. / Schuster, F. (2010): Dem Fiskus ein Schnippchen schlagen, in: immobilienmanager 11-2010, S. 66-67.
- Blasch, F. (2008): Steuerreformen und Unternehmensentscheidungen: Eine empirische Analyse der deutschen Steuerpolitik mit besonderem Schwerpunkt auf die Steuerreform 2000, Frankfurt: Peter Lang Verlag.
- Blum, U. / Dudley, L. / Leibbrand, F. (2005): Angewandte Institutionenökonomik, Theorien, Modelle, Evidenz Gabler-Verlag: Wiesbaden.
- Bräscher, A. (2005): Real Estate Private Equity (REPE) im Spannungsfeld von Entwickler, Kreditinstitut und Private Equity-Gesellschaft, Arbeitspapiere zur immobilienwirtschaftlichen Forschung und Praxis, Band Nr. 2, Dezember 2005, TU Darmstadt.
- Brookland Partners LLP / CAPITA Asset Services / Paul Hastings (GRAND 2011): German Residential Asset Note Distributor P.L.C.: Preliminary Transaction Snapshot, 25 May 2011.
- Cordes, S. (2009): Die Rolle von Immobilieninvestoren auf dem deutschen Markt für Public Private Partnerships (PPPs): Eine institutionenökonomische Betrachtung, Schriftenreihe der Professur Betriebswirtschaftslehre im Bauwesen an der Bauhaus-Universität Weimar.
- Deutsche Annington (2012): GRAND Factbook 2, July 2012.
- Deutscher Städte- und Gemeindebund (DStGB 2007): Privatisierung kommunaler Wohnungen: Hintergründe, Risiken und Möglichkeiten, DStGB Dokumentation Nr. 70, Verlagsbeilage „Stadt und Gemeinde INTERAKTIV“ Ausgabe 7-8/2007.
- Escher, G. (2009): Deutsche Annington geht auf Abstand, 20.06.2009, <http://www.rohmert-medien.de/regionalbriefe/dt-annington-geht-auf-abstand,100118.html> .
- Flachmann, M. (2007): Bewirtschaftungsstrategie als Kernaufgabe innerhalb der Wertschöpfungskette, Vortrag auf dem wohnungswirtschaftlichen Seminar der Arbeitsgemeinschaft für Wohnungswesen, Kreditwirtschaft und Raumplanung der Universität Mannheim, 22.11.2007 – unveröffentlicht.

- Fortress (2011): Fortress Presentation and Transcript for the Goldman Sachs US Financial Services Conference, December 6, 2011.
- Frankfurter Institut (1986): Wohnungsmarkt: Gemeinnützigkeit auf dem Prüfstand, Argumente zur Wirtschaftspolitik Nr. 5 / Juni 1986.
- Froese, A. / Paul, M. (2003): Neue Instrumente der Projektfinanzierung, in: Gondring et al. (2003).
- Gagfah-Konzern-Geschäftsberichte und Quartalsberichte nebst Anlagen:
<http://irde.gagfah.com/phoenix.zhtml?c=202654&p=irol-reportsAnnual>
- Geschäftsberichte der Deutschen Annington: http://www.deutsche-annington.com/de/artikel/da_web_artikel_de_573625.html
- Geschäftsbericht der FDL Foncière Développement Logements:
<http://www.fdlogements.fr/Finances/Communiqués-financiers>
- Geschäftsberichte der LEG NRW: www.leg-nrw.de
- Goldstein, D. et al. (2009): Raising Capital for Private Equity Funds, Thomson Reuters / Aspatore.
- Gondring, H. / Zoller, E. / Dinauer, J. (2003): Real Estate Investment Banking, Wiesbaden: Gabler.
- Gotzi, M. (2011): Wohnungsfonds sind keine Selbstläufer, in: F.A.Z. v. 08.11.2011.
- Haimann, R. (2006): Deutsche Annington soll an die Börse, WELT Online v. 15.11.2006.
- Haimann, R. (2011): Investoren flüchten in Immobilienpakete, WELT Online v. 22.12.2011.
- Harriehausen, C. (2009): Immobilienrecht: Ein Ombudsmann soll schlichten, in: F.A.S. v. 5.3.2009.
- Herfurth, R. / Keppler, H. (2006): Financial Engineering, in: Rottke / Rebitzer (Hrsg. 2006), S. 345-365.
- Hillenbrand, M. (2006): Akteure des Real-Estate-Private-Equity-Marktes, in: Rottke / Rebitzer (Hrsg. 2006), S. 33-50.
- Höppner, D. (2011): Die neue Regulierung von Private Equity in Europa, Präsentation auf dem Private Equity Forum NRW, Düsseldorf 24. Januar 2011.
- Holzmann, C. / Rottke, N. (2005): Opportunity Funds, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, 2., vollst. überarb. Auflage, Köln: Rudolf Müller, 2005, S. 319-338.
- Hoppenberg, M. / de Witt, S. (Hrsg. 2006): Handbuch des öffentlichen Baurechts, Band 1, Stand: Januar 2006, Verlag C. H. Beck München.
- INREV (2006): Capital raising survey, April 2006 (INREV steht für European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles).
- InWIS (2010): Atlas Wohnen Nordrhein-Westfalen 2010.
- Jäde, H. et al. (2005): Baugesetzbuch, Baunutzungsverordnung - Kommentar, 4. Auflage, Richard Boorberg Verlag.

- Köhler, H. (2005): Stadt- und Dorferneuerung in der kommunalen Praxis, Erich Schmidt Verlag.
- Kofner, S. (2006a): Private Equity, in: WuM, 59. Jg., Heft 3, S. 133-137.
- Kofner, S. (2006b): Private Equity Investment in Housing: The Case of Germany, Presentation in workshop 2 Housing Finance of the Annual Meeting of the European Network for Housing Research, 3. July 2006 in Ljubljana.
- Kofner, S. (2006c): Stadttrendite, in: WuM, 59. Jg., Heft 12, S. 659-665.
- Kofner, S. (2007): Wohnimmobilien als Investitionsobjekte der deutschen REITs, in: WM, 60. Jg., Heft 4.
- Kofner, S. (2008b): Strategien und Rahmenbedingungen großer Wohnungsunternehmen am Beispiel der Gagfah, in: Deutscher Mieterbund NRW (Hrsg.): „Ist der Wohnungsmarkt noch zu retten?“, Dokumentation der Tagung am 5. November 2008 in Gladbeck, S. 18-24.
- Kofner, S. (2009): Strategien und Rahmenbedingungen kapitalmarktorientierter Wohnungsunternehmen am Beispiel der Gagfah, in: Haug / Rosenfeld (Hrsg.): Zur Zukunft der kommunalen Wohnungspolitik, Referate und Diskussionen im Rahmen des 3. Halleschen Kolloquiums zur Kommunalen Wirtschaft am 5. und 6. November 2009 in Halle, IWH.
- Kofner, S. (2010a): Anlagestile, in: Wohnungswirtschaft & Mietrecht 5/2010.
- Kofner, S. (2010b): Auf Kosten der Mieterschaft und der Substanz: Das kapitalmarktorientierte Wohnungsunternehmen Gagfah unter der Lupe, in: MieterEcho, Zeitung der Berliner MieterGemeinschaft, Nr. 342/September 2010, S. 9-12.
- Kofner, S. (2011): Gagfah: Verfall eines Wohnungsunternehmens, in: Wohnungswirtschaft & Mietrecht 4/2011.
- LEG (2000): 30 Jahre LEG, Landesentwicklungsgesellschaft Nordrhein-Westfalen GmbH.
- Lerner, J. / Hardymon, F. / Leamon, A. (2005): Venture Capital and Private Equity: A Casebook, Wiley.
- Lege, J. (2005): Stadtumbau und städtebauliche Gebote, in: Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht, S. 880-886, München: C. H. Beck.
- Mayre, A. (2012): GRAND restructuring eases CMBS multifamily refinancing concerns, in: TSX Market News, 13.7.2012.
- Mosert, R. (2003): Private Equity als Finanzierungsform von Immobilien-Projektentwicklungen, Diplomarbeit an der Universität Leipzig.
- Neumann, M. (2009): Geier im Anflug: Von der Kreditmarktkrise profitieren, in: Vielhaber, R. (Hrsg.): Das Comeback der USA, S. 239-245.
- OC&C Strategy Consultants (2007): Defizite in der Wohnimmobilienbewirtschaftung in Deutschland: Ansatzpunkte zur Erschließung von Ergebnisreserven, unveröffentlichte Präsentation – kann unter www.occstrategy.de angefordert werden.

Ortloff, K. (2005): Öffentliches Baurecht, Bauordnungsrecht, Nachbarschutz, Rechtsschutz, 5. Auflage, Verlag C. H. Beck München.

Portz, N. / Runkel, P. (1998): Baurecht für die kommunale Praxis, Grundzüge des öffentlichen und privaten Baurechts, 3. Auflage, Berlin: Erich Schmidt Verlag.

Radner, P. / Maurin, M. (2012): Der Markt für Distressed Real Estate Assets 2012 in Deutschland, EBS Diskussionspapiere zur Immobilienwirtschaft Nr. 4.

Rips, F. (2005): Das Monopoly auf den deutschen Wohnungsmärkten, in: Wohnungswirtschaft und Mietrecht, 58. Jg., S. 430-436.

Rottke, N. (2004): Investitionen mit Real Estate Private Equity, Schriften zur Immobilienökonomie, Band 29, Köln: Verlag Rudolf Müller.

Rottke, N. (2005): Investitionen mit Real Estate Private Equity, in: Schulte et al. (Hrsg. 2005), S. 273-318.

Rottke, N. (2006): Bedeutung von Real Estate Private Equity in Deutschland, in: Rottke / Rebitzer 2006, S. 33-50.

Rottke, N. / Rebitzer, W. (Hrsg. 2006): Handbuch REPE, Verlag Rudolf Müller.

Sachverständigenrat für die Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahres-gutachten 2007 / 2008, DRITTES KAPITEL: Stabilität des internationalen Finanzsystems.

Schell, J. (1999): Private Equity Funds: Business Structure and Operations, Law Journal Press.

Schreiber, M. (2010): Mieterschreck Gagfah, in: Financial Times Deutschland v. 12.3.2010.

Schulte et al. (Hrsg. 2005): Handbuch Immobilien-Investition, 2. Aufl., Verlag Rudolf Müller.

Stainer, A. / Holzmann, C. (2006): Exit en gros und en détail, in: Rottke / Rebitzer (Hrsg. 2006), S. 529-541.

Steinmüller, J. / Lück, S. (2009): LPA-Klauseln mit Krisenbezug, Vortrag auf dem 9. P+P-Private Equity-Wochenende im Kloster Seeon, 31.1.-1.2.2009.

Storn, A. (2008): Plage für die Heuschrecken, in: DIE ZEIT vom 3.1.2008, S. 28.

Terra Firma Annual Reviews: <http://www.terrafirma.com/annual-reviews.html>

Thissen, M. (2006): Fundraising, in: Rottke / Rebitzer (Hrsg. 2006), S. 171-181.

Thomas, D. (2011): Funding shortfall for debt-laden real estate, in: Financial Times v. 1.6.2011.

Unger, K. (2010): Finanzmarktgetriebene Wohnimmobilien-Investments in Deutschland, Manuskript zur Bundesarbeitstagung des Deutschen Mieterbundes 2010.

Unger, K. (2012); Die Herausforderung: Deutsche Annington als Vermieter: Einführung für das „Vernetzungstreffen“ am 19.6.2012 in der DMB-Landesgeschäftsstelle Düsseldorf, nach der Diskussion ergänzt.

Wallace, J. (2012): Germany's €9bn multi-family 'big five' CMBS portfolios, Part II, COSTAR News, 13.3.2012.

ZEW / EBS (2005): Staatliche Rahmenbedingungen für neue Assetklassen im internationalen Vergleich – Private Equity und REITs (Endbericht), Forschungsauftrag 06/04 des Bundesministeriums der Finanzen.

Sachverzeichnis

Abgeschlossenheitserklärungen.....	323	Commercial Mortgage Backed Securities	69
Advisory board.....	60	Commitment period	53
<i>Advisory Board</i>	49	Commitments	49
Agency-Verbriefung.....	69	Committed Capital.....	54
AIFM-Richtlinie	21	Core als Anlagestil	20
<i>Akquisitionsphase</i>	47	Corpus.....	185, 196, 213
Anlageausschuß.....	49	Covenants	71
Anlagestil.....	20	<i>Dachfonds</i>	58
Anlagestil, opportunistischer.....	19	Deco 14 Pan Europe 5, Verbriefung.....	144
Asset Management.....	255	Deutsche Annington	81
Aufsichts-Arbitrage	36	Discount Deals	64
Babcock & Brown	219, 220, 225	Drawbridge Global, Hedgefonds	142
Balloon risk.....	296	Due diligence.....	62
Batisica S.à.r.l.....	190	Düsseldorf-Hassels	256
BauGB.....	318	Ein-Zweckgesellschaften.....	33, 35
Bestandhaltungsgesellschaften.....	50	EK 02	43
Betriebsrat	330	EK 02, Nachversteuerung	44
BGP.....	220, 221, 223, 233	EMI.....	99
BGP Investment	219	Equity Call	54
Blind pool.....	49, 56	Equity story.....	77
Börsengang	76	Ertragswertverfahren.....	109
Börsennotierung	56	Exit	74, 291, 302
Business Process Reengineering.....	62	Exitkanäle.....	291
Carried Interest.....	51	<i>Exitphase</i>	47
Cash sweeps.....	72	Exitstrategie.....	291
Centuria Capital SAS.....	254, 255	FDL	181, 197, 214, 217, 218
Clear Water-Projekt	86, 118, 119	FDL Deutschland, Instandhaltung	195
CMBS	69	FDL, Ergebnisentwicklung.....	208
CMBS-Markt.....	296	FdR	181, 197, 200, 216

Financial Covenants	71	Geschäftsprozeßneugestaltung.....	62, 284
Financial Modeling.....	67	Geschäftsprozeßoptimierung	63
<i>Finanzierungen, strukturierte</i>	66	geschlossene Wohnungsfonds.....	333
Finanzinvestor, neuer	16	GOAL Service GmbH	240
Finanzinvestoren, Ergebnisentwicklung	275	Goldman Sachs.....	160, 167
Finanzinvestoren, Instandhaltung.....	272	GPT	219, 226
Finanzinvestoren, Mietpreispolitik	277	GRAND	295
Finanzinvestoren, Schlüsselkennzahlen.....	276	GRAND, Großverbriefung	90, 102
Finanzmarktregulierung.....	314	GRAND, Zweckgesellschaft	103
<i>Finanzstrukturrisiko</i>	290	GRAND-Verbriefung, Ad hoc-Komitee	107
Flatrent	279	GRAND-Verbriefung, Covenants.....	104
Foncière des Régions.....	181, 197, 199, 214	GRF	295
FDL.....	181, 197, 199, 200, 214	GRF, Verbriefung	143
<i>Fondsinvestoren</i>	49	Großverbriefungen, Refinanzierung	295
<i>Fondsmanagement</i>	49	Grunderwerbsteuer	274, 317
Fortress Investment Fund III.....	135	GSW.....	77, 297
Fortress Investment Group.....	140	Hauspreisentwicklung in der OECD	39
Fortress Residential Investment Deutschland	135	Hauspreisinflation.....	39
Fremdkapitalhebel.....	30, 73	HIT	334
<i>Fundraisingphase</i>	47	Housing Investment Trusts.....	334, 338
Gagfah.....	133	Hurdle Rate	52
GAGFAH S.A., Luxemburg.....	134	Immeo	181
Gagfah, Beteiligungsverhältnisse	135	Immeo Residential Finance 2 plc	204
Gagfah, Dividendenzahlungen	146	Immeo, erste Verbriefung.....	203
Gagfah, Instandhaltung	138	Immeo, Mietererhöhungen	210
Gagfah, Konzernergebnis.....	147	Immeo, Wohnungsbestand	190
Geldpolitik.....	32	Immeo, zweite Verbriefung.....	203
General Partner	49	Immobilien-Beteiligungsgesellschaften	50
General Property Trust Limited	226	Immobilien-Servicegesellschaften.....	50
German Residential Funding, Verbriefung	143	Information Covenants	71
<i>Geschäftsbanken</i>	58	Insolvenzen von Wohnungsportfolios.....	302

<i>Investment Committee</i>	49	MESDAG (Echo) B.V.	241
Investmentbanken	51, 58, 60	Modernisierungs- und Instandsetzungsgebot.....	319
Investmentthesen	267	Morgan Stanley	185, 186, 196, 213, 217
Isle of Man	236	Mortgage REITs	316
Kennedy-Portfolio.....	191	Münster	224
<i>Kostenstrukturrisiko</i>	290	Neue Heimat	42, 159
Kristensen Properties	231	nicht-limitiertes Vorkaufsrecht	326
Krüger Immobilien GmbH.....	219, 230	NILEG.....	133
Landesbauordnung NRW	322	Non-financial Covenants	71
Landesentwicklungsgesellschaft NRW.....	159	Objektgesellschaften	50
<i>Lebens- und Rückversicherer</i>	57	Ombudsfrau.....	330
LEG	159	Ombudsmann.....	329
LEG, Instandhaltung.....	166	opportunistisch als Anlagestil	20
LEG, Mieterhöhungen	175	Optimleo.....	212
LEG, Sozialcharta.....	173	<i>Pensionsfonds</i>	57
LEG, Vorsteuerergebnisse	170	Performance Management.....	62, 283
LEG, Wohnungsbestand	164	Philadelphia	330
<i>Leistungsrisiko</i>	289	Placing agents.....	67
Leverage-Effekt	30, 74	preislimitiertes Vorkaufsrecht	326
Leverage-Formel	31, 74	Principal-Verbriefung.....	70
Limited Partner	49	Prinzipal-Agent-Problem	34, 59
Limited Partnership.....	49	Private Equity	16
Lizenzierung von Vermietern.....	332	Private Equity, Regulierung.....	21
Lock-in-Effekt.....	45	Private Equity-Fonds	18
Lone Star Funds	254	Project ONE	162, 172
LTV	71	Property Management.....	255
Luxemburg	190	Quokka, Mieterhöhungen	230
Lyndon Portfolio.....	191	Quokka, Verbriefung	221, 229
<i>Managementphase</i>	47	Quokka, Wohnungsbestand	228
<i>Markttrisiko</i>	289	Rahmenbedingungen für Finanzinvestoren.....	30
MESDAG (Charlie) B.V.	241	Ratingagenturen.....	34, 70

<i>Reallokationsfunktion</i>	308	Übernahmeziele, Auswahl der.....	61
Re-Development.....	63	Übernahmezyklus.....	36
Regulierungs-Arbitrage.....	36	Value added als Anlagestil	20
REIT-Gesetzgebung.....	316	Verbriefung.....	33, 68
Renditeansprüche	19	Verbriefungsgesellschaften	50
Risiko in der Wohnungswirtschaft	288	Verbriefungsmärkte	294
Schuldendienstdeckungsgrad	71	VHB.....	155
SDIC.....	235, 236	Viterra.....	82
SDIC, Wohnungsbestand	239	Vorkaufsrecht	320, 325
Securitization.....	33	Wasserfallprinzip	69
Special Purpose Vehicle.....	33	Werkwohnungen.....	44
Speymill Deutsche Immobilien Company Plc	235	Werthebel.....	269
städtebauliche Sanierungsmaßnahmen	318	Wertschöpfungskette.....	269
<i>Stiftungsvermögen</i>	57	Werttreiber.....	269
Tail periods.....	71	WFNG NRW.....	323
Terra Firma.....	83, 98	Wiederholungsverkäufe.....	25
ThyssenKrupp Wohnimmobilien GmbH.....	182, 186	Windermere IX, Verbriefung.....	144
Tower Group A/S.....	244	WOBA Dresden.....	133
Track record	56	Wohnungsgemeinnützigkeit	41
Tranchierung von Anleihen.....	35	WVB Centuria GmbH	254, 258
Transaktionsgeschehen in NRW	27	Zinsdeckungsgrad	71