

Schwerpunkt: Risiko und Rendite

Nutzen und Risiken der eigenkapitallosen Finanzierung regionaler Wohnungsunternehmen

Niedrigzinsen und das wachsende Interesse institutioneller Anleger, Wohnungsportfolios langfristig zu finanzieren, machen die Aufnahme von Fremdkapital für Wohnungsunternehmen attraktiver. Ob jedoch die Ausweitung der Leverage Ratio in Richtung 100 Prozent für die Grundstücksgesellschaften betriebswirtschaftlich sinnvoll, kostengünstig und risikoadäquat ist, bezweifelt der Autor. Tatsächlich belegen aktuelle Untersuchungen: Die Wohnungswirtschaft nutzt das gegenwärtige Zinsumfeld tendenziell zur langfristigen Entschuldung, indem bei Neu-, Um- und Anschlussfinanzierungen längere Laufzeiten und höhere Tilgungsraten vereinbart werden. (Red.)

Infolge der Euro- und Finanzmarktkrise sind die kurz- und langfristigen Kapitalmarktzinsen in Deutschland auf ein historisches Minimum gesunken. Dieser Trend legt es nahe, sich insbesondere im langfristig orientierten Wohnungsbau einerseits sehr langfristig und andererseits zu einem möglichst hohen Volumen zu refinanzieren. Da Eigenkapital generell in Unternehmen Engpassfaktor bleiben wird, bedeutet dies, die Möglichkeit eines maximalen Verschuldungsgrades (Leverages) zu prüfen und im Extremfall gar ganz auf eine Eigenkapitalunterlegung der Investitionen in den Wohnungsbau zu verzichten.

Dem stehen sowohl ein erhöhtes Insolvenzrisiko der Wohnungsunternehmen bei sinkenden Renditen oder Marktpreisen als auch besicherungsrechtliche Vorbehalte mit Blick auf den erstrangigen 60-prozentigen Beleihungsauslauf von Hypothekendarlehen, Pfandbriefen sowie den versicherungsrechtlichen Deckungsstockanforderungen entgegen. Diese Vor- und Nachteile miteinander abzuwägen und daraus mögliche Lösungsansätze

abzuleiten, ist Gegenstand dieser Abhandlung.

Eigentumsrechtliche Unterteilung

Wohnungsbauunternehmen lassen sich untergliedern in kommunale Träger, freie, privatwirtschaftliche Unternehmen in der Rechtsform der Kapitalgesellschaft sowie genossenschaftliche Gruppen. Vom gesamten Wohnungsbestand von etwa 40 Millionen Einheiten decken sie heute etwa knapp 25 Prozent des Marktes ab. Generell ist die steuerliche Gemeinnützigkeit für Wohnungsunternehmen seit dem 1. Januar 1990 abgeschafft, von der bis dato alle drei zuvor erwähnten Gruppen grundsätzlich profitieren konnten. Während bei kommunalen und genossenschaftlichen Wohnungsunternehmen die Vermietung eigener Bestände sehr große Bedeutung besitzt, betätigen sich die freien Wohnungsunternehmen sehr häufig auch als Bauträger oder in der Verwaltung fremder Bestände.

Regional begrenzte Wohnungsunternehmen sind demografisch in der Regel weniger stark diversifiziert und unterliegen somit tendenziell höheren Aggregationsrisiken. Dies wird insbesondere deutlich, wenn man entsprechende Unternehmen in den alten und neuen Bundesländern vergleicht. Wohnungsunternehmen in den neuen Bundesländern weisen nach Daten des GdW Bundesverbandes deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen e.V. sowie einer Studie des Researchcenters Betriebliche Immobilienwirtschaft der TU Darmstadt (Prof. Dr. Andreas Pfnür; aus 2006) deutlich geringere Umsatz- und Eigenka-

pitalrenditen auf als in den alten Bundesländern und unterliegen so einem signifikant höheren Insolvenzrisiko.

Von den Wohnungsunternehmen zu unterscheiden sind die Bausparkassen und Wohnungsbauunternehmen mit integrierter Spareinrichtung. Diese unterliegen dem Kreditwesengesetz (KWG) beziehungsweise dem Bausparkassengesetz und sind nicht Gegenstand dieser Abhandlung.

Die Finanzierungsmöglichkeiten der Wohnungsunternehmen sind von ihrem Zugang zum Kapitalmarkt und an die Kreditvergabe durch Banken und Versicherer abhängig. Im Zuge der aktuellen Banken- und Finanzmarktkrise sowie erhöhter Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen an die Institute aufgrund einer Verschärfung der aufsichtsrechtlichen Regulierung wird die Refinanzierung auch der Wohnungsunternehmen trotz Vorhandensein wertstabiler Grundpfandrechtl. Sicherheiten zusehends erschwert.

Infolge der internationalen Finanzmarktkrise hat sich die Liquidität an den Kredit- und Interbankenmärkten deutlich verschlechtert. Zwar konnten die Kreditinstitute bei der EZB umfangreiche Finanzierungskontingente in Anspruch nehmen. Dieses Geld beziehungsweise die Inanspruchnahme dieser Linien floss jedoch nur zu geringem Anteil in die Finanzierung der Realwirtschaft und damit der Wohnungsunternehmen zurück, sondern wurde häufig bei der EZB selber aktivseitig als Liquiditätspolster geparkt.

Auch weiterhin ist die Refinanzierung der Banken am Markt schwierig und kann zumeist nur kurzfristig erfolgen. Die Liquiditätsschöpfung wird auch dadurch erschwert, dass Positionen in einigen europäischen Staatsanleihen kaum liquidierbar und beleihbar sind. Darüber hinaus haben sich die sogenannten Waiver(Ausnahme)-Regeln von der Großkreditregelung in der Gruppe und im Verbund als ein Hindernis erwiesen, da einzelne Banken aufgrund ihrer Gruppenverbundenheit in ihrem Hand-

Der Autor

Dr. Michael Pietrzak



Geschäftsführer, Rating & Risk Consulting GmbH, Berlin

lungsspielraum aufgrund historisch erfolgter konzerninterner Kreditvergabe eingeschränkt sind.

So hat beispielsweise die Unicredit Bank AG in München ein Vielfaches ihres haftenden Eigenkapitals an ihre Mutter in Italien weiterreichen müssen. Die Commerzbank AG hat an ihre Tochter Eurohypo knapp 50 Milliarden Euro weitergereicht. Dieses Geld ist kurzfristig nicht rückzahlbar und somit auch nicht anderweitig verfügbar.

Auswirkungen durch Basel III (CRD IV)

Eine weitere Folge der Finanzmarktkrise ist eine Verschärfung der europäischen Bankenregulierung, die mit den sogenannten Basel III Beschlüssen erhöhte Anforderungen an Eigenkapital und Liquidität der Institute stellt. So haben die Kreditinstitute in Zukunft erheblich mehr (hartes) Kernkapital vorzuhalten als bisher und unterliegen strengen Anforderungen an Liquidität und fristenkongruenter Refinanzierungsstruktur in Form der Liquidity Coverage Ratio (LCR) sowie der Net Stable Funding Rate (NSFR), die eine fristenkongruente Refinanzierung in den unterschiedlichen Laufzeitenbändern zwischen Aktiv- und Passivseite gewährleisten sollen, auch unter Stress-Test-Bedingungen.

Für die Wohnungsbauunternehmen besonders gravierend ist die (ab voraussichtlich 2018) geplante Einführung der sogenannten Leverage Ratio, nach der die Kreditinstitute unabhängig von Gewichts-, Bonitäts- oder Beleihungsfaktoren nur noch das maximal 33-Fache ihres Kernkapitals ausleihen dürfen. Damit verliert die sehr gute grundpfandrechtliche Besicherung der Darlehen an Wohnungsbauunternehmen an Bedeutung, da der Qualität der Sicherheiten im Rahmen der Leverage Ratio keine Relevanz mehr zukommt.

Basel III bringt aber auch graduelle Verbesserungen für die Branche. Derzeit besteht ein Mitgliedsstaaten Wahlrecht, Immobilienkredite im Standardansatz nur mit 50 Prozent Risiko zu gewichten und im fortgeschrittenen Ansatz auf Langfrist-Risikozuschläge für mittelständische Unternehmen ganz verzichten zu können. Im Verordnungsentwurf der EU-Kommission wird sowohl diese Ausnahme für mittelständische Unternehmen bestätigt (Teil II, Artikel 158) als

auch eine Absenkung der Risikogewichtung von Immobilienkrediten auf nur noch 35 Prozent ermöglicht (Teil I, Artikel 120). Die Umsetzung der Regelungen von Basel III in nationales Recht wird als CRD IV (Capital Requirement Directive) bezeichnet und erfolgt in mehreren Stufen ab 2013.

Indirekt weiter einschränkende Auswirkung auf die Kreditaufnahmemöglichkeiten der Wohnungsunternehmen hat auch die verschärfte europäische aufsichtsrechtliche Regulierung der Versicherungsunternehmen, auch als Solvency II bezeichnet. Denn gerade die sehr langfristig orientierten Lebensversicherer waren in der Vergangenheit ein bedeutender Kreditgeber der Wohnungsunternehmen.

Bislang unterlagen Hypothekendarlehen der Versicherungswirtschaft allein dem Kontrahentenrisiko, wodurch sich bei Einhaltung der Anlageverordnung eine Eigenkapitalunterlegung von quasi Null für die Versicherer ergab. Dies soll sich im Rahmen von Solvency II ändern, wonach auch für Hypothekendarlehen von Versicherungsunternehmen an Wohnungs- und Immobilienunternehmen eine von der Laufzeit abhängige Eigenkapitalunterlegung erforderlich wird.

Indirekte Effekte auf die Kreditvergabe durch Solvency II

Da Wohnungsunternehmen in der Regel über kein Rating verfügen, kann sich bei einer Laufzeit von 20 Jahren eine Eigenkapitalunterlegung von bis zu 35 Prozent der Darlehenssumme ergeben. Des Weiteren sieht der derzeitige Entwurf der EU-Kommission zu Solvency II eine Beschränkung der Darlehenssumme auf eine Million Euro je Kreditnehmer für den Fall vor, dass der Kreditnehmer über kein anerkanntes externes Rating verfügt. Dies ist bei den meisten Wohnungsunternehmen der Fall, wodurch deren Finanzierung über Versicherer praktisch nur noch sehr eingeschränkt möglich wäre.

Eine weitere Möglichkeit der Finanzierung von Wohnungsunternehmen ist die direkte Ausgabe eigener Inhaberschuldverschreibungen (IHS) oder die Platzierung von Schuldscheindarlehen bei institutionellen Investoren. Schuldscheindarlehen werden in der Regel erst ab größeren Tranchen von 25 bis 50 Millionen Euro platzierbar. Die Ausgabe eigener Inhaberschuldverschreibungen erfordert die Erstellung eines Verkaufs-

Immobilienbewertung Immobilienresearch



Unser Sachverstand als Entscheidungshilfe

Die Säulen unserer Bewertungskompetenz:

Qualität

- Zertifizierte, unabhängige Gutachter
- Spezialwissen für alle Immobilienarten
- Nationale und internationale Bewertungsmethoden

Neutralität

- Transparente Wertermittlung und Risikobeurteilung
- Durch Marktanalysen und Marktprognosen untermauerte Gutachten

Loyalität

- Wir sind kunden- und serviceorientierter Partner
- Nationale & internationale Marktabdeckung

Kontaktieren Sie uns:

Telefon +49-(0)-89-1222170
E-Mail: lbi-info@lb-immowert.de
www.lb-immowert.de

prospektes, die Erfüllung von Offenlegungs- und Berichtspflichten und gegebenenfalls eine Börsenzulassung, was mit entsprechenden Kosten verbunden ist.

Erste Emissionen von Inhaberschuldverschreibungen hat es unter anderem an der Börse Düsseldorf gegeben, wo die Schnigge Wertpapierhandelsbank AG im September 2012 für die auf Einzelhandelsimmobilien spezialisierte Hahn Immobilien Beteiligungs AG eine IHS im Volumen von 20 Millionen Euro und einer Laufzeit von fünf Jahren platzierte. Dabei wurde in erster Linie das private Publikum angesprochen. Das Emissionsvolumen war vergleichsweise gering und die Refinanzierungskosten mit etwa sechs Prozent per annum relativ hoch im Vergleich zu den fünfjährigen Hypothekenzinsen.

Da Wohnungsunternehmen in der Regel über kein externes Rating verfügen, wird deren Refinanzierung über IHS erheblich teurer als bei der Kreditaufnahme über Hypothekenbanken oder Versicherer und ist somit unattraktiv, da zu teuer. Die einmaligen Kosten im Falle der Finanzierung durch Inhaberschuldverschreibungen belaufen sich auf zirka zwei bis fünf Prozent des Emissionsvolumens. Bei Schuldscheindarlehen liegen sie etwa ein Drittel niedriger.

Wertorientierte Steuerung

Bei einer eigenkapitallosen Immobilienfinanzierung gilt es, Vor- und Nachteile unter dem Aspekt der risiko- und ertragsorientierten Unternehmenssteuerung abzuwägen. Ziel ist dabei die langfristige, nachhaltige Maximierung des Unternehmenswertes unter Berücksichtigung der Risiken.

Der Nutzen der eigenkapitallosen Immobilienfinanzierung der Wohnungsunternehmen liegt in der Maximierung des Verschuldungsgrades und damit der Optimierung des sogenannten klassischen betriebswirtschaftlichen Leverage Effektes, der solange zu einer Steigerung der Eigenkapitalrentabilität führt, wie die Gesamtkapitalrentabilität die Refinanzierungskosten übersteigt. Ein hoher Verschuldungsgrad erscheint derzeit verlockend, da die Fremdkapitalzinsen derzeit historisch niedrig sind und Immobilien-Sachvermögen aufgrund der Eurokrise hohe Sicherheit, weitere Wertsteigerungen und anhaltend hohe Ertragswerte (Mieten) verspricht.

Bei vollständiger Fremdfinanzierung ließen sich Umsatz- und Investitions-wachstum generieren und so zusätzlicher Wohnraum für die Bevölkerung schaffen. Wohnungsunternehmen könnten sich so auch unabhängiger von ihren Eigentümer und deren zum Teil konträren Interessen machen.

Denn im Fall der eigenkapitallosen Finanzierung müssten den bisherigen Aktionären deren Anteile abgekauft (zum Beispiel in Form einer Sonderdividende aus der Auflösung von Rücklagen) oder von diesen durch die Gesellschaft zurückgekauft werden. Dies bedingt auch einen entsprechenden Gesellschafterbeschluss, dessen Zustimmung aber nicht sicher ist.

Risiken und Kosten

Allerdings stellt sich die Frage, was zu tun ist, wenn ein Wohnungsunternehmen nach erfolgter Auszahlung der Gesellschafter zu späterem Zeitpunkt – aus welchem Grund auch immer – doch neu Eigenkapital aufbringen muss oder will. Dann müssten neue Investoren respektive Gesellschafter gefunden werden, da es keine Altgesellschafter mehr gibt.

Darüber hinaus gibt es weitere Risiken: Die derzeit historisch niedrigen Zinsen sind nicht unmittelbar gleichbleibend mit niedrigen Refinanzierungskosten für die Wohnungsunternehmen. Denn mit zunehmendem Verschuldungsgrad verschlechtern sich Bonität und Rating der Wohnungsunternehmen und damit steigen ceteris paribus deren Fremdkapitalzinsen. Durch die Verschärfung der aufsichtsrechtlichen Regulierung bei Banken (und Versicherern) kann zudem eine weitere Kreditverknappung eintreten, die marktbedingt mit einer Form von Kontingentierung der Kreditvolumina verbunden sein kann. Auch dies lässt eine Verteuerung der Refinanzierung erwarten.

Generell steigen mit wachsendem Verschuldungsgrad die Risiken, da die Volatilität der Ergebnisse in Abhängigkeit von der Bruttomarge – hier Vermietungsrendite – ansteigt. Zwar kann gerade in der Immobilienwirtschaft von einem hohen Maß an Stabilität gesprochen werden. Auswertungen des GdW und des Forschungszentrums Betriebliche Immobilienwirtschaft der TU Darmstadt haben aber insbesondere in den neuen Bundesländern niedrigere Umsatzmar-

gen und relativ geringere Eigenkapitalquoten und -renditen im Vergleich zu den Wohnungsunternehmen in den alten Bundesländern ausgewiesen. Während sich die Eigenkapitalrenditen in den alten Bundesländern 2010 im Durchschnitt bei 4,1 Prozent bewegten, lagen diese in den neuen Bundesländern lediglich bei durchschnittlich 1,4 Prozent.

Das zeigt die Risiken einer eigenkapitallosen Finanzierung insbesondere in den neuen Bundesländern. Dies um so mehr, als dass die Wohnungsunternehmen in den neuen Bundesländern über eine höhere Eigenkapitalquote verfügen. Nach der GdW Jahresstatistik 2011 betrug so die durchschnittliche Eigenkapitalquote zum 31. Dezember 2010 in den alten Bundesländern etwa 31 Prozent, während sie in den neuen Bundesländern sogar bei etwa 38 Prozent lag.¹⁾

Damit kehrte sich zwar seit 2005 die Entwicklung der Eigenkapitalquoten zwischen West- und Ostdeutschland um. Doch wiesen die Wohnungsunternehmen in den alten Bundesländern im Jahre 2010 einen Umsatz von 15,9 Milliarden Euro bei einer Bilanzsumme von knapp 100 Milliarden Euro aus, während die Wohnungsunternehmen in den neuen Ländern nur Umsatzerlöse von zehn Milliarden Euro bei einer Bilanzsumme von etwa 75 Milliarden Euro erwirtschafteten. Mietzins und Umsatzrentabilität in den alten Bundesländern waren somit erheblich besser als in den neuen Bundesländern. Dies führt dazu, dass die Eigenmittelrentabilität der Wohnungsunternehmen West mit 4,7 Prozent diejenige im Osten mit nur 1,4 Prozent deutlich übersteigt.

Derzeit sind die Wohnungsunternehmen West wie Ost komfortabel mit Eigenkapital ausgestattet und langfristig refinanziert. Würden die Wohnungsunternehmen nunmehr zu einer eigenkapitallosen Finanzierung übergehen (Eigenkapitalquote von 0,00 Prozent), so würde deren Insolvenzrisiko durch ansteigenden Kapitaldienst bei einem derzeitigen EBITDA von zehn Prozent signifikant ansteigen.

Unabhängig davon würde die Bereitschaft zur Kreditvergabe mit abnehmender Eigenkapitalquote praktisch drastisch wegen unzureichender Bonität der Wohnungsunternehmen absinken, wenn nicht gar gänzlich zum Erliegen kommen. Hinzu tritt, dass die Finanzierung der Wohnungsunternehmen objektge-

bunden ist. Der grundpfandrechtl. besicherte Beleihungsauslauf im ersten Rang beträgt derzeit 60 Prozent, sodass eine Finanzierung der weiteren 40 Prozent ganz ohne Eigenkapital generell sehr fraglich ist.

Die eigenkapitallose Immobilienfinanzierung von Wohnungsunternehmen erscheint zwar auf den ersten Blick aufgrund historisch niedriger Zinssätze und stabiler Immobilienpreise, Mieten und Ertragswerte reizvoll. Allerdings überwiegen die Nachteile, aufgrund von Engpässen in der Kreditvergabe, einer fortschreitenden Regulierung und der Beschränkung von alternativen Refinanzierungsinstrumenten einerseits sowie einer signifikanten Beeinträchtigung der Bonität und damit verbunden einer entsprechenden Verschlechterung der Zinskonditionen bei steigendem Verschuldungsgrad.

Nachteile überwiegen

Zudem darf bezweifelt werden, dass Banken, Versicherer oder der Kapitalmarkt schlechthin Unternehmen ohne Eigenkapital mit Kredit versorgen werden. Denn in diesem Fall ist deren Insolvenzgefahr zu hoch. Eine Zahlungsfähigkeit der – wenn auch heute nicht mehr steuerlich gemeinnützigen – Wohnungsunternehmen hätte aber weitreichende negative Auswirkungen auf die Volkswirtschaft und den Wohnungsmarkt, da die Wohnungsunternehmen einen breiten Kreis der Bevölkerung mit bezahlbarem Wohnraum versorgen.

Denkbar hingegen ist eine graduelle Absenkung der derzeit mit über 30 Prozent relativ hohen Eigenkapitalquote der Wohnungsunternehmen, um die niedrigen Fremdkapitalzinsen für eine ertragsorientierte Expansion zu nutzen. Darüber hinaus könnte das Einwerben von sogenanntem Mezzaninkapital zum Beispiel in Form von typischen stillen Beteiligungen geprüft werden, um Eigenkapital durch „Hybridkapital“ zu ersetzen und so gegebenenfalls etwas unabhängiger von den Interessen der eigenen Gesellschafter zu werden.

Fußnote

*) Vergleiche Esser, Ingeborg: Künftige Entwicklungen und Herausforderungen der Wohnungswirtschaft – Investitionsbedarfe, Finanzierung und Wirtschaftlichkeit, Vortrag, European Finance Forum, Berlin, August 2012.

Der ZAHN – mehr als nur ein Wörterbuch!



Wörterbuch für das
Bank- und Börsenwesen
Band 1: Deutsch-Englisch
Von Hans E. Zahn.
6., überarbeitete und
erweiterte Auflage 2011.
726 Seiten, gebunden,
44,00 Euro.
ISBN 978-3-8314-2040-7.

Das umfassende Wirtschaftswörterbuch ist mit seiner Grundkonzeption – Fachterminologie und Allgemeinsprache mit Satzbeispielen aus Bank- und Börsenalltag – exakt auf die Bedürfnisse der Finanzdienstleistungsbranche zugeschnitten. Band 1 liegt nun in komplett überarbeiteter Neuauflage vor.

Er enthält zahlreiche neue Begriffe aus der Terminologie der neuen gesetzlichen Regelungen des Banken- und Finanzsektors sowie nach Basel III, der Rechnungslegung nach IFRS und BilMOG, der Ratingprozesse, aus Handels- und Unternehmensrecht, aus Privat- und Firmenkundengeschäft.

*Insgesamt bietet der Band fast
50 Prozent neuen Wortschatz!*

Fritz Knapp Verlag | 60046 Frankfurt am Main

Postfach 11 11 51 | Telefon (069) 97 08 33-21 | Telefax (069) 707 84 00
E-Mail vertrieb@kreditwesen.de | www.kreditwesen.de