

Wohnungen als Werttreiber

Finanzierungsmanagement für Wohnungsunternehmen

Thomas Zinnöcker

Als 2004 Cerberus und Goldman Sachs für die GSW mit 65 000 Wohnungen 2,1 Milliarden Euro zahlten, fragten sich Mieter und Marktbeobachter, wie die opportunistischen Investoren ihre zweistelligen Renditeziele erreichen wollen. Das ist mit Mieterhöhungen und Privatisierungen allein im Berliner Markt und speziell im öffentlich geförderten Teil des Bestandes nicht umzusetzen. Hinzu kommen müssen nach Meinung des Autors die Neuordnung der Finanzierung durch Umschuldung, Zinsabsicherung und Non-Recourse-Strukturen. Dies dürfte auch für das Image des Unternehmens wesentlich schonender sein. (Red.)

Zins und Tilgung von Darlehen sind für Wohnungsunternehmen in der Regel der bedeutendste Erfolgsfaktor. In den meisten Fällen sind dafür mehr als 50 Prozent der Mieteinnahmen an die Banken weiterzuleiten. Ein qualifiziertes Finanzierungsmanagement ist daher eine Schlüsselgröße für den Erfolg. Es reduziert nicht nur diesen größten Block, sondern dient zugleich auch weiteren Zielen. Es erweitert den Finanzierungsspielraum, trägt zur Optimierung der Eigenkapitalrendite bei, zur Erhöhung des Unternehmenswerts sowie zur nötigen Flexibilität für künftige Investitionen und Desinvestitionen. Eine kostengünstige, effiziente und an den Unternehmenszielen ausgerichtete Finanzierung ist daher ein zentrales Anliegen der GSW Immobilien GmbH.

Die traditionelle Finanzierung

Das 1924 gegründete Unternehmen hat in Berlin und Umgebung einen Bestand von rund 51 000 Wohnungen und betreut etwa 10 000 weitere Wohnungen im Auftrag Dritter. Vor der Privatisierung im Jahr 2004 war die Finanzierungspraxis des Unternehmens nicht in ein übergreifendes, ganzheitliches Konzept eingebettet, sondern in der Regel einzelfallbezogen und reaktiv. Benötigte das Unternehmen für irgendeinen Zweck Fremdkapital, wurden günstige Konditionen am Markt ermittelt und bei wechselnden Banken Kredite aufgenommen. Aus dem eigenen Bestand wählte das Unternehmen relativ beliebige Objekte aus, die sich als Sicherheiten eigneten, und ließ auf diese Objekte Grundschulden eingetragen. Dies erfolgte völlig unabhängig davon, ob das Kapital für Investitionen in genau diese Objekte

oder für ganz andere Zwecke verwendet wurde. Dieses System führte im Verlauf der Jahrzehnte zu einer relativ schwer überschaubaren Finanzierungsstruktur mit etwa 800 Kreditverträgen bei bis zu 50 verschiedenen Banken. Meist wurde ein Festzins für fünf bis zehn Jahre vereinbart. Nicht selten wurden Darlehen auf mehreren Grundbüchern besichert, teilweise mit bis zu zehn Objekten. Darüber hinaus waren zum Teil noch Betriebsmittelkredite mit denselben Objekten besichert worden.

Das Reporting war sehr statisch und erfolgte in der Regel einmal jährlich nach den gesetzlichen Vorgaben. Dieses Vorgehen bei Finanzierungen entsprach der Unternehmensstrategie, solange die GSW fast ausschließlich Immobilien neu baute, ihren Bestand bewirtschaftete und fallweise modernisierte. Nicht zuletzt war diese Finanzierungspraxis darauf zurückzuführen, dass längerfristige Festzinsdarlehen auf der Bankenseite die dominierende Angebotsform waren und dass variable Darlehen mit den heute üblichen Zinssicherungsinstrumenten kaum eine Rolle spielten. Zudem bestand der vorrangige Auftrag des Unternehmens darin, Mieter mit günstigem Wohnraum zu versorgen, während der wirtschaftliche Erfolg eher zweitrangig war.

In den vergangenen Jahren haben sich jedoch die Rahmenbedingungen für Immobilienfinanzierungen drastisch

Der Autor

Thomas Zinnöcker ist Vorsitzender der Geschäftsführung der GSW Immobilien GmbH, Berlin.

geändert – sowohl bei deren Anbietern als auch bei vielen Nachfragern in der Immobilienwirtschaft. Auf der Anbieterseite muss das Thema Strukturierte Finanzierungen an dieser Stelle nicht näher erläutert werden. Bei den Nachfragern ist nicht nur die Bedeutung der Aufwandsminimierung gewachsen, sondern hat sich häufig die immobilienwirtschaftliche Strategie gewandelt: Herstellung und Verwaltung von Gebäuden sind durch ein aktives Bestandsmanagement ergänzt oder abgelöst worden. Akquisitionen, En-bloc-Verkäufe und Einzelprivatisierungen spielen heute eine deutlich wichtigere Rolle.

Optimierung des Cash-Managements

Hierfür ist die herkömmliche Finanzierungsstruktur doppelt ungünstig: Erstens sind die Kreditlaufzeiten häufig zu lang – oft länger als die Planungshorizonte etwa für Privatisierungen und Verkäufe von Immobilien. Müssen oder können Darlehen aus langfristig nicht absehbaren Gründen vorzeitig abgelöst werden, sind oft hohe Vorfälligkeitsentschädigungen zu zahlen.

Zweitens engt die häufig vorkommende Kreuzbesicherung von Immobilien den unternehmensinternen Handlungsspielraum ein. Beispielsweise kann ein verkaufsfreies Objekt nur mit zusätzlichem Aufwand veräußert werden, wenn es als Sicherheit für die Finanzierung eines anderen Objekts dient, das im Bestand bleiben soll. Oder es wird die Modernisierung eines Bestandsobjekts erschwert, wenn dessen Beleihungsrahmen bereits für die Finanzierung ganz anderer Objekte oder für Betriebsmittelkredite ausgeschöpft worden ist. Daneben können Liquiditätsüberschüsse nicht bestmöglich zur Darlehenstilgung genutzt werden, wenn Festzinsdarlehen noch für längere Zeit laufen. Damit kann ein Unternehmen beispielsweise die Erlöse aus Verkäufen nur suboptimal nutzen.

Ein wichtiges Mittel zur Senkung von Kosten und zur Erhöhung der Flexibilität sind strukturierte Finanzierungen unter Einsatz moderner Instrumente. Kreditnehmerin ist nicht mehr die GSW selbst, sondern eine Objektgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV). Die Finanzierung erfolgt teilweise non-recourse, also nur besichert durch die Immobilie selbst. Bei Darlehen werden in der Regel keine Festzinsen vereinbart wie bei klassischen Finanzierungsformen, sondern stattdessen variable Zinssätze auf Euribor-Basis,

die durch Caps oder Derivate, wie zum Beispiel Swaps, abgesichert werden. So wurden in der Phase besonders niedriger Zinsen bevorzugt Cap-Darlehen aufgenommen, die den Anstieg des Marktzins nur bis zu einem bestimmten Punkt nachvollziehen.

In der jetzigen Phase des Zinsanstiegs werden Swap-Finanzierungen zur Sicherung des Preisniveaus präferiert. Die Konditionen von Darlehen, die in den nächsten Monaten abgerufen werden, werden mit Forward-Swaps gesichert. Im Rahmen des aktiven Finanzierungsmanagements der GSW wird die Entwicklung der Marktkonditionen permanent beobachtet, sodass auf vollzogene oder absehbare Änderungen im Zinsumfeld sehr rasch reagiert werden kann.

Auch das interne Reporting ist wesentlich dichter und detaillierter als früher. Es orientiert sich stark am Cash-Flow und erfolgt in der Regel vierteljährlich und nicht mehr nur jährlich. Die heute praktizierte Bilanzierung nach IFRS bildet die Werte von Darlehen und die Belastung des Unternehmens wesentlich deutlicher ab als die konventionelle Bilanzierung nach HGB. Es werden bis zu 95 Prozent des Marktwerts der Immobilien finanziert, etwa bei Modernisierungen und anderen Wert erhöhenden Investitionen. Dagegen ist eine derart hohe Beleihung für Wohnungsbestände mit geringem Werterhöhungspotenzial nicht sinnvoll. Die Objekte werden nach der Darlehensaufnahme ständig neu bewertet, sodass durch Wert erhöhende Investition der Beleihungsgrad sinkt.

Auswahl der Banken

Ein Thema für sich sind Darlehen für öffentlich geförderte Wohnungen. Am gesamten Darlehensvolumen der GSW haben sie einen Anteil von mehr als einem Fünftel. Hier gab es in der Vergangenheit unterschiedlichste Formen: Öffentliche Förderinstitute reichten selbst Aufwendungsdarlehen zu günstigen Konditionen aus, bezuschussten die Zinsen der Darlehen von Geldinstituten oder gaben andere Subventionen. Bedingung war stets, dass die Eigentümer der Wohnungen sich an festgelegte Mietkonditionen binden mussten, dass sie nur Mieter mit bestimmten Maximaleinkommen aufnehmen durften und ihnen die Wohnungsmieter im Rahmen einer Belegungsbindung bestimmte Mieter zuweisen konnten. Je nach Einzelfall werden öffentliche Darlehen bis zum Ende ihrer Laufzeit in Anspruch genommen oder

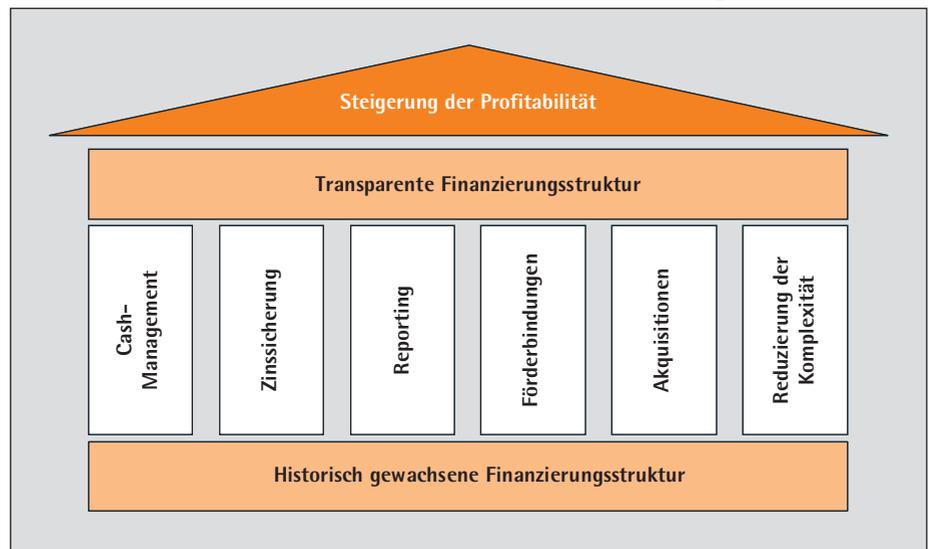
vorzeitig zu ihrem abdiskontierten Wert zurückgezahlt. Dies ist insbesondere dann sinnvoll, wenn die GSW sich damit von den Beschränkungen des sozialen Wohnungsbaus befreien kann. Zwar besteht nach der vorzeitigen Darlehensrückzahlung noch für zehn Jahre die Belegungsbindung, doch können die Mieten im Rahmen des geltenden Rechts den Marktkonditionen angepasst werden.

Ein weiteres Spezialthema ist die Finanzierung von Akquisitionen. Hiermit befasst sich bei der GSW ein Team mit entsprechendem Know-how und besonderen Bankenbeziehungen. Ziel des Un-

tilgungsquote oder gar die Aufnahme umfangreicher tilgungsfreier Darlehen an, da sie langfristig die Risiken begrenzen und den Zinsaufwand der jeweiligen Einzelobjekte senken will. Nicht zuletzt soll die Ertragskraft durch eine nur moderate Loan-to-Value-Ratio erhalten werden.

Seit der Privatisierung ist die Zahl der Kreditverträge um mehr als die Hälfte auf zuletzt 376 gesunken. Das Unternehmen kooperiert derzeit nur noch mit 14 Banken. Das bedeutet für beide Seiten bessere Geschäftsbeziehungen, geringeren Verwaltungsaufwand und

Von der klassischen Kreditstruktur zum modernen Finanzmanagement



ternehmens ist der Erwerb von rund 2 000 Wohnungen pro Jahr. Hierfür ist jeweils die optimale Finanzierungsform aus Eigen- und Fremdkapital zu ermitteln – in Abhängigkeit vom Marktzins und seiner absehbaren Entwicklung, der Immobilienqualität, der für die Immobilien vorgesehenen Strategie, der Vergabepolitik der Banken sowie der Bonität des Unternehmens.

Bei der Umsetzung ihres Finanzierungskonzepts hat die GSW in den vergangenen drei Jahren bereits deutliche Fortschritte erzielt. 2006 und 2007 gab es zwei große Refinanzierungs-Transaktionen. Hierfür nahm das Unternehmen Einmalaufwendungen von rund 37 Millionen Euro in Kauf, vor allem für die vorzeitige Ablösung von Darlehen. Die Investition zahlt sich aus: Der Durchschnittszinssatz konnte um 50 Basispunkte gesenkt werden. Die jährliche Tilgung sank von durchschnittlich rund drei auf zwei Prozent der Darlehen. Die GSW strebt aber keine noch niedrigere

höhere Transparenz. Das Besicherungssystem wurde stark entflochten, sodass heute die Beziehungen zwischen den jeweiligen Einzelobjekten und ihrer Finanzierung eindeutiger und transparenter sind. Gegenseitige Abhängigkeiten der Objekte bei Finanzierungen wurden und werden konsequent vermindert.

Für die GSW bot und bietet eine intelligente, flexible Finanzierungsstrategie deutlich größeres Potenzial zur Ertragsverbesserung als die in der Öffentlichkeit viel diskutierten, in der Praxis am Berliner Markt jedoch relativ überschaubaren Mieterhöhungen. Die Optimierung des Kapitaldienstes ist ein Werthebel, der in der öffentlichen Diskussion in aller Regel stark unterschätzt wird.

Diese Optimierung ist noch nicht abgeschlossen und letztlich ein permanenter Prozess, da sich sowohl die Verhältnisse am Kapitalmarkt als auch die Finanzierungserfordernisse des Unternehmens ständig weiterentwickeln.