

Verein für
interkulturelle Nachbarschaft
in Grone e.V.



IN Grone

Grone

Göttingen Grone

**Objekt
spekulierender Immobiliengesellschaften**

Januar 2019

Göttingen Grone

Objekt spekulierender Immobiliengesellschaften

Januar 2019

Wieder einmal sind Mieter in Grone Süd und Grone Nord betroffen von den Renditekalkulationen großer Immobiliengesellschaften. Gegenwärtig geht es um Modernisierungsmaßnahmen und Nachverdichtung durch die Adler Real Estate AG, die zu drastischen Mietpreissteigerungen führen werden. Anfang Februar 2019 wird der Rat der Stadt Göttingen die Bebauungspläne verabschieden, welche der Adler Real Estate die Nachverdichtung erlauben.

Die Adler Real Estate AG besitzt seit 2015 1.139 Wohnungen in Göttingen Grone. 2018 hat sie durch den Kauf der Brack Capital Properties N.V. ihren Wohnungsbestand in Göttingen um 238 Einheiten auf 1.377 erweitert.

Grone Süd – Eine wechselvolle Geschichte

Die Adler Real Estate AG ist inzwischen der 5. Eigentümer in den vergangenen 20 Jahren. Ein kurzer Rückblick: In weiten Teilen von Grone hatte Anfang der 1970-er Jahre die gewerkschaftsnahe Neue Heimat mehrgeschossige Mietwohnungsbauten errichtet. Nach dem Konkurs der Neuen Heimat 1986 ging ein Wohnungsbestand von rund 20.000 Wohnungen an die *BaubeCon*, Teil der Gewerkschaftsholding *BGAG Holding*. Die *BaubeCon* wurde 2005 für 1 Milliarde Euro von dem internationalen Investor *Cerberus* aufgekauft¹. „Den Mietern bescherte der Einstieg der Investoren – wie das Nachrichtenmagazin *Monitor* recherchierte – saftige Mieterhöhungen, während sich die Substanz der Immobilien wegen ausbleibender Investitionen weiter verschlechterte. Das dürfte sich auch unter den neuen Eigentümern nicht ändern.“² Schon eineinhalb Jahre später verkaufte *Cerberus* diesen Wohnungsbestand (zu dem auch der in Grone Süd gehört) wieder für rund 1,7 Mrd. Euro an den zur *Deutschen Bank* gehörenden Investor *RREEF* (60%) und an den italienischen Mischkonzern *Pirelli (Real Estate)* (ebd.). Von dort kam dieser Wohnungsbestand in Grone Süd – wohl vor 2010 – an die *ARWOBAU GmbH*, eine Tochtergesellschaft der 2006 gegründeten *BIH Berliner Immobilienholding*. Die *BIH* wurde 2012 restrukturiert und heisst seitdem *Berlinovo*. Die *Berlinovo* schloss Mitte 2014 einen Vertrag mit einem von der *Westgrund AG* geführten Konsortium. Die *Westgrund AG* übernahm bis Ende

2015 die Immobilienportfolios der *Arwobau*. Die Wohnungen in Grone Süd wurden wohl der Objektgesellschaft *Westgrund Süd GmbH* zugeordnet, eine der damals 30 Tochtergesellschaften der *Westgrund AG*. 2015 war also *Westgrund AG* Eigentümerin der Wohnungen in Grone. Im gleichen Jahr 2015 wurde die *Westgrund AG* von der *Adler Real Estate AG* (im Folgenden hier abgekürzt als *ARE*) übernommen. Seit 2015 ist die *ARE* jetzt Eigentümerin der Wohnungen in Grone. Es ist unbekannt – und eine Spekulation – ob die *ARE* nach der Modernisierungsaufwertung die Wohnungen in 3 – 4 Jahren weiterverkaufen wird.

Zu ergänzen ist, dass Grone Süd 1999 in das Programm „Soziale Stadt“ aufgenommen worden ist und bis zum Ende dieses Programms in Grone (2008) insgesamt etwa 5 Millionen Euro von Bund und Stadt investiert worden sind zur Verbesserung des Wohnumfeldes (Bau/Sanierung von Kinderspielplätzen, Bau des Nachbarschaftszentrum u.a.m.).

Wer ist die Adler Real Estate AG?

Die *ARE* gibt es mit diesem Namen seit 2000. 1999 hat die Hamburger Immobilienfirma *HBAG* den leeren Firmenmantel von den in Konkurs gegangenen traditionsreichen Adler-Werken gekauft, als so genannten Börsenmantel ohne operatives Geschäft. Ihr Ziel war es, neue Immobilienaktivitäten möglichst schnell in ein börsennotiertes Unternehmen einbringen zu können. Die *HBAG* beschloss eine Zusammenarbeit (Übernahme) mit der angeschlagenen Immobiliengruppe *Roland Ernst* und deren Integration in die *Adler Real Estate AG*, Frankfurt/M.³ Am Ende ihres ersten Geschäftsjahres, im Dezember 2000, meldete die mit 100 Millionen DM ausgestattete *ARE* bereits Gewinne. Sie war vor allem als Entwickler von Gewerbe-Immobilien tätig – bis 2005. 2006 wandte sie sich dem (Immobilien) Asset Management zu und verwaltete vor allem Vermögen des globalen Investors *AIG Global Real Estate (AIG American International Group)*. 2007 übernahm *ARE* zudem das Immobiliengeschäft der *Münchener Baugesellschaft*. Doch die Geschäfte liefen 2008/2009 offenbar nicht besonders gut, wohl auch beeinflusst von der Finanzkrise. Die *ARE* machte erhebliche Verluste, ihr Aktienkurs brach ein. Sie gab die Vermögensverwaltung (für die

AIG) als Geschäftszweig auf und bemühte sich, ihr Immobilienportfolio zu optimieren.

AIG American International Group (gegründet 1919) Anfang 2000er drittgrößter Erstversicherungskonzern der Welt, massiv beteiligt an Credit Default Swaps, macht in der Finanzkrise Verluste von rd. 62 Mrd. \$. Erhält 2008 staatl. Hilfen von 182 Mrd. \$ – die teuerste Rettungsaktion (bailout) in der Finanzkrise.

2012/13 beginnt ein neuer Abschnitt in der Tätigkeit der ARE – mit einem Geschäftsmodell, wie sie es im Kern bis heute betreibt. Die Veränderungen haben offenbar etwas zu tun mit einer Veränderung der Eigentümerinteressen des „langjährigen Investors“ *Mezzanine IX*. Sie gehen einher mit einem neuen Managing Director bei der *Mezzanine IX* (Ende 2012) und der Verlagerung der Gesellschaft von Atlanta/USA nach Luxemburg. Die *Mezzanine IX* hat laut der Finanzaufsicht Bafin Ende 2013 mit 48% des Grundkapitals und der Stimmrechte „unmittelbar die Kontrolle i.S.d. § 29 Abs. 2 WpÜG an der Zielgesellschaft“⁴¹ – der ARE.

Über die neue Ausrichtung schreibt die ARE in ihrer Ad-hoc-Meldung vom 8.5.2012:

„Die niedrigen langfristigen Zinsen im Euroraum zusammen mit der Notwendigkeit mancher Institutionen, deutsche Immobilien für bis zu zweistellige Renditen und Quadratmeterpreise unter 1.000 Euro und somit deutlich unter Wiederherstellungskosten verkaufen zu wollen und zu müssen, öffnet aus Sicht der Mezzanine IX ein Zeitfenster von zwei bis drei Jahren, zügig insbesondere deutsche Wohnimmobilien zu sichern und somit einen Bestand aufzubauen, der deutlich zweistellige Eigenkapitalrenditen ermöglicht. Diese Art von Zinsdifferenzgeschäft mit Wohnimmobilien ist in Deutschland einzigartig und nur möglich, weil die Preisentwicklung deutscher Bestandsimmobilienpreise in den letzten zwanzig Jahren im Vergleich zum europäischen und außer-europäischen Ausland weitgehend flach geblieben ist. So ist Deutschland das einzige Industrieland weltweit, in dem die Wohnimmobilienpreise unter den Wiederherstellungskosten geblieben sind. ... Die Mezzanine IX wird die ADLER AG dabei unterstützen, diese Chancen entsprechend zu kapitalisieren.“⁵¹

Es geht also nicht um das „klassische“, traditionelle Vermietungsgeschäft, bei dem ein Geldbesitzer (mit Unterstützung von Hypothekarkrediten) Mietwohnungen errichtet oder kauft, um aus der Vermietung mittel- oder langfristig einen Gewinn zu erwirtschaften. Es geht um die erfolgreiche Aus-

nutzung von Zinsdifferenzen bei Wertpapieren und zweistelligen (!) Renditen auf das Eigenkapital. Es geht um Geschäftserfolge auf dem Kapitalmarkt. Das Immobiliengeschäft liefert dafür „nur“ die Grundlage (das wird unten noch näher zu erläutern sein).

Ab 2014 erfolgt eine sehr schnelle Ausweitung des Bestandes an Wohnimmobilien. WAREn es 2013 noch knapp 8.000, sind es 5 Jahre später rund 62.000 Wohnungen. *Adler Real Estate* ist damit in nur 4 Jahren zum 5. größten börsennotierten Immobilienkonzern der BRD aufgestiegen – nach *Vonovia*, *Deutsche Wohnen*, *LEG* und *Grand City Properties*. Die ARE hat in dieser Zeit ihre investment properties, also ihre als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien, mehr als verzehnfacht – von 0,41 Mrd. € auf 4,996 Mrd. € und ihr Nettovermögen (NAV – Net Asset Value nach dem EPRA Standard) von 95 Mio. € auf 1,447 Mrd. € gesteigert (alle Angaben nach *Adler Real Estate – Finanz- und Geschäftsberichte*).

Das Wachstum – „Adler aus der Asche“ titelt die Wirtschaftswoche am 19.11.2015 – erfolgt durch den Kauf von Immobiliengesellschaften. Die wichtigsten:

- 2014 Übernahme der *Estavis AG* und deren Tochter *Accentro Real Estate AG*, Berlin (8.500 Wohnungen)
- 2014 Übernahme von 2.400 Wohnungen der *WBG Helmstedt GmbH* von *Corestate Capital AG*
- 2015 Übernahme der *Wohnungsbaugesellschaft Jade mbH* in Wilhelmshaven (6.750 Wohnungen)
- 2015 Übernahme der *Westgrund AG*, Berlin (rd. 18 000 Wohnungen, darunter Grone Süd)
- 2015 Beteiligung an der *conwert Immobilien Invest SE*, dem in Österreich führenden Immobilienanbieter (2016 wieder verkauft)
- 2018 Kauf von 70 Prozent der Anteile an der niederländischen *Brack Capital Properties N.V. (BCP)* (11.940 Wohnungen in der BRD)

Wie hat die ARE dieses immense Wachstum finanziert?

Durch Schulden. Zu einem geringeren Teil durch die Ausgabe von Aktien, im wesentlichen durch die Ausgabe von Wertpapieren, also Schuldscheinen, die von anlagesuchenden Investoren gekauft werden und am Kapitalmarkt gehandelt werden (können).

„Finanziert wird der Wachstumstraum häufig auf Pump. Bei Adler etwa stand im September 2015 einem Eigenkapital von 585 Millionen Euro fast das Dreieinhalbfache an Finanzverbindlichkeiten gegenüber.“ (Wirtschaftswoche 19.11.2015)

Die ARE hat z.B. von Anfang 2014 bis Mitte 2016 291 Millionen € durch Kapitalerhöhung eingesammelt, 480

Mio. € durch Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) und 175 Mio. € durch Wandelschuldverschreibungen⁶¹ (siehe Anhang), also knapp eine Milliarde Euro. Zum 30.6.2018 besteht die Finanzierung zu 53,2% aus Unternehmensanleihen, zu 42,9% aus „besicherten Schulden“ und zu 3,9% aus Wandelanleihen. Der Schulden „berg“ aus Anleihen insgesamt beträgt etwa 2,8 Mrd. €. (ARE Unternehmenspräsentation März 2017 und Half Year Results 2018).

Die *Adler Real Estate AG* ist ein Wohnungsunternehmen, dessen Geschäftsmodell man als finanzmarktgetriebenes beschreiben kann. Um in etwa zu verstehen, was das bedeutet, werden im Folgenden sehr vereinfacht Geschäftspraktiken auf dem wenig regulierten, komplexen Finanzmarkt erläutert (im Wesentlichen nach Kofner, s. Fussnote 7). Aus ihnen leiten sich die Geschäftspraktiken finanzmarktgetriebener Wohnungsunternehmen ab. Der Sachverhalt ist kompliziert. Man kann diesen Abschnitt gegebenenfalls auch überspringen.

Die Aufnahme von Krediten, also Verschuldung, ist im Immobilienbereich – man kann sagen – der Normalfall. Aber für das Finanzierungsmodell von Unternehmen wie der *ARE* spielen Hypothekarkredite von Banken anders als bei Eigenheim/Eigentumswohnungs-Besitzern keine entscheidende Rolle. Denn Banken würden bei dieser Form der Hypothekar-Finanzierung zu hohe Zinsen verlangen, weil es sich um risikoreiche Geschäfte handelt.

Auch *Adler Real Estate* besorgt sich die Finanzmittel auf dem Kapitalmarkt, auf dem Pensionsfonds, Lebens- und Rückversicherer, Investmentbanken, vermögende Privatpersonen u.a. lukrative Anlagemöglichkeiten suchen. Es ist ein Kapitalmarkt, der wenig reguliert ist. So sind risikoreiche Engagements möglich, weil sie nur eine geringe Eigenkapitalausstattung erfordern. Es lassen sich Finanzstrategien einsetzen, welche die Eigenkapitalrendite durch höhere Verschuldung steigern lassen (Hebel-Effekte). Es begünstigt die Entwicklung eines Schattenbankensystems, in dem die Verbriefung von Kreditbeziehungen zu einem wichtigen Instrument wird. Es wären noch weitere Rahmenbedingungen und Instrumente zu nennen, die diesen Kapitalmarkt auszeichnen. Die Finanzwirtschaft war in den vergangenen Jahrzehnten sehr innovativ, Instrumente zu entwickeln, welche Kreditbeziehungen in käufliches, handelbAREs Geldkapital verwandeln. Doch dies wäre an dieser Stelle nur verwirrend. Festhalten kann man, dass diese Deregulierung des Finanzmarktes lukrative Geschäfte durch die immense Aufblähung von Schulden ermöglicht und das Risiko von Finanzkrisen wie der „Subprime-Krise“ 2007/2008 erhöht.

Dass man sich überhaupt mit diesen Finanzierungsinstrumenten und Aktivitäten auf den Kapital-

märkten befassen muss, hat den Grund, dass sich hieraus entscheidende Interessen, Vorgehensweisen und Handlungszwänge im Umgang mit (Wohn-) Immobilien (und Mietern) ergeben. Eingegangen werden soll nur auf das Instrument der Verbriefung:

Verbriefung (secularization)

In einem umfangreichen Gutachten für den Landtag in NRW (2012) sind die Finanzierungs- und Unternehmensstrategien der großen börsennotierten Immobiliengesellschaften untersucht worden. Es zeigt die Bedeutung von Verbriefungen für die Übernahme von Unternehmen: „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.“ (Gutachten NRW, 33)

Das Unternehmen, das sich über Anleihen finanziert wie die *ARE*, verspricht neben der Rückzahlung einen bestimmten Zins. Dieses Versprechen auf zukünftige (mögliche) Zinszahlungen wird häufig „verbrieft“, d.h. vertraglich als Recht vereinbart. Das bietet die Voraussetzung dafür, die Schulden so zu behandeln, als wäre es ein sich vermehrendes Geldvermögen. Ob dieses Zinsversprechen und das daraus abgeleitete fingierte, fiktive Geldkapital einen Wert darstellt, hängt davon ab, ob die Akteure auf dem Finanzmarkt dieses spekulative Versprechen anerkennen, d.h. es kaufen und verkaufen. Der Preis der geschaffenen handelbAREn *WARE*, die verbrieften Zinsversprechen, richtet sich nach Angebot und Nachfrage auf dem Finanzmarkt, also danach, welches Vertrauen diesem einen Papier und seiner Kursentwicklung entgegengebracht wird und wie die Erträge daraus im Verhältnis zu allen anderen Papieren auf dem Finanzmarkt stehen. Das Risiko ist dabei nicht gering, dass „der Finanzmarkt“ den Versprechen nicht mehr vertraut und sie wertlos macht. Andererseits locken kurzfristig hohe Renditen. Das Immobiliengeschäft selber interessiert die Finanzmarktakteure eigentlich gar nicht. Sie interessiert die Glaubwürdigkeit des Zinsversprechens. Das Immobiliengeschäft dient dazu, die Glaubwürdigkeit zu belegen und die versprochenen Zinsen zu erwirtschaften. Daher ist es einerseits wichtig, wie die Ratingagenturen die Bonität des Immobilienunternehmens, das Anleihen ausgibt (emittiert), bewerten. Zum anderen vereinbAREn die Investoren mit dem Unternehmen in der Regel bestimmte Zielvorgaben („covenants“), die es einzuhalten bzw. zu erreichen hat; so versuchen die Investoren ihr Risiko zu verringern. Das

Unternehmen, das Anleihen emittiert, macht seinen eigenen Betrieb damit zum Mittel für die Verwirklichung eines Geldvermögens (Kapitals), das seine Anleihen (=Schulden) vorgaukeln sollen.

Das zitierte Gutachten für NRW zeigt an Vonovia und anderen Unternehmen, welche komplizierte Strukturen in der Finanzierung aufgebaut werden. So werden z.B. eigens Gesellschaften gegründet, die nur den Zweck haben, verbrieft Kredite aufzukaufen, deren Kauf sie selbst mit Anleihen finanzieren, wobei die Käufer zumeist vorher feststehen, ein nicht selten durch Investmentbanken organisierter Real Estate Private Equity Fonds von großen, liquiden Pensionsfonds, Versicherungen, etc. Welche Finanzierungsstrukturen von der Adler Real Estate genutzt werden bzw. hinter dem Unternehmen stehen, muss noch näher untersucht werden. Die Finanzberichte der ARE zeigen jedoch, dass es sich um ein finanzmarktgetriebenes Wohnungsunternehmen handelt und nicht um ein „traditionelles“.

Worin besteht das Geschäftsmodell der Adler Real Estate?

Ihr Geschäftsmodell besteht im Kern darin, ihre Kreditwürdigkeit zu beweisen und zu verbessern und die laufend anfälligen Zinsen und Tilgungen aufzubringen und zu überweisen. (Über Zielvorgaben – „covenants“ – wie z.B. LTV (Loan to Value, s.u.) ist nichts bekannt; Vonovia und Grand City Properties geben solche covenants an.)

Für die **Kreditwürdigkeit** ist – neben der pünktlichen Bedienung der Zinszahlungen – die Einstufung der Bonität sehr wichtig: *Standard&Poor* stuft die ARE mit „BB“ ein. Das ist eine leichte Verbesserung zur Einstufung Anfang 2017 mit „BB-“, aber auch nicht mehr „BB+“ wie Ende 2017. Die Kategorie „BB“ besagt: Spekulative Anlage. Bei Verschlechterung der allgemeinen Marktlage sind Ausfälle möglich. Manche sprechen auch etwas flapsig und dramatisierend von Wackelanleihen. Eine derartige Charakterisierung verdeckt, dass mit der Liberalisierung der Finanzmärkte risikoreiche Finanzgeschäfte viel häufiger geworden sind und von der Politik als „normale“ Finanzmarktaktivitäten behandelt und erlaubt sind. Korrekter ist die Umschreibung einer BB-Einstufung durch die Börse Stuttgart (s. Abbildung): „*Ausreichende Bonität. Sehr mäßige Deckung von Zins und Tilgung, auch in gutem wirtschaftlich Umfeld.*“^[8] Vonovia, Grand City und TAG Immobilien erhalten 2017

die Einstufung „BBB+“ und *Deutsche Wohnen A*, d.h. befriedigenden Bonität, durchschnittlich gute Anlage, bei Verschlechterung der Gesamtwirtschaft ist aber mit Problemen zu rechnen.

Für die Kreditwürdigkeit gibt es eine Reihe weiterer finanzwirtschaftlicher Kennzahlen, die das Unternehmen halbjährlich veröffentlicht:

LTV (Loan to Value) : Verhältnis der Summe der ausstehenden Kredite oder Anleihen zum Gesamtwert der Kreditsicherheiten. LTV ist eine wichtige Risikokennziffer. Je höher sie liegt, desto größer ist das Risiko für die Gläubiger, im Insolvenzfall einen Teil ihres Kapitals zu verlieren^[9]. Bei der ARE liegt der LTV-Wert 2014 bei 74,9, sinkt 2016 auf rd. 60 und beträgt zum Ende 3. Quartals 2018 66,3.

Die ARE konnte ihren LTV-Wert zwar leicht senken, hat aber die (2017) angekündigte Senkung auf 55 Punkte bisher nicht erreicht. Im Vergleich zu den anderen börsennotierten großen Unternehmen, zu denen sich ARE gerne rechnet, weist sie ein deutlich höheres Anlagerisiko aus.

Als weitere Kennziffer sei hier die ICR – die Interest cover ratio – angeführt^[10]. Sie gibt an, wieviel Perioden (meist Jahre) mit dem EBIT die Zinsausgaben bedient werden können, also wie leicht ein Unternehmen mit seinem aktuellen operativen Gewinn seine Zinslast für ausstehende Kredite bedienen kann. Werte unter 2,5 werden als ein Warnsig-

	Wohneinheiten Q3/2018	LTV ¹⁾ Q4 /2017	LTV Q3/ 2018	Bonitätsrating (S&P) ²⁾ 2018	ICR ³⁾
Adler Real Estate	62.004	64,5	66,3	BB	2,3
Vonovia	363.446 ⁴⁾	43,9		BBB+	5,4
Deutsche Wohnen SE	163.057	34,5	36,5	A- ⁵⁾	
LEG Immobilien	130.170	42,7			
TAG Immobilien	81.915	52,3	49,4	BBB+ Baa3 stabil ⁶⁾	
Grand City Properties		35		BBB+ Baa1 stabil ⁷⁾	6,0

Anmerkungen: 1) LTV: Loan-to-Value; 2) Standard&Poor; 3) ICR: Interest coverage ratio; 4) in Deutschland; 5) Ende 2017; 6) Moody's 08/2017; 7) Moody's. Quelle: Berichte der Unternehmen

nal interpretiert, unter 1,5 als kritisch und unter 1 als wachsendes Risiko einer Insolvenz angesehen^[11]. Die ARE hat ihren ICR-Wert in den letzten Jahren steigern können, von 1,43 (2015) auf 2,31 (September 2018)^[12]. Dennoch ist das operative Ergebnis, also der „Gewinn vor Zinsen und Steuern“ (EBIT), im Verhältnis zur Zinslast niedrig. Oder anders ausgedrückt ist die Zinslast hoch. Investoren, die Schuldpapiere der ARE kaufen wollen, könnten das als ein – im Verhältnis zu Schuldpapieren von Vonovia oder Grand City z.B. – höheres Anlagerisiko interpretieren, was zukünftige Refinanzierungen der ARE verteuern könnte^[13]. Zur Verbesserung des ICR-Werts könnte die ARE versuchen, ihre operativen Gewinne zu steigern, d.h. die Mieteinnahmen und den Wert

Investmentgrade	Ratingagenturen* und Ratingklassen						Bonitätseinstufung / Klassenbeschreibung
	S&P	Moody's	Fitch	Creditreform	Euler Hermes	Scope	
AAA	Aaa	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	Sehr gut Höchste Bonität, praktisch kein Ausfallrisiko.
AA+	Aa1	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	Sehr gute bis gute Bonität Hohe Zahlungswahrscheinlichkeit.
AA	Aa2	AA	AA	AA	AA	AA	
AA-	Aa3	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	
A+	A1	A+	A+	A+	A+	A+	Gute bis befriedigende Bonität Angemessene Deckung von Zins und Tilgung. Viele gute Investementattribute aber auch Elemente, die sich bei Veränderung der wirtschaftlichen Lage negativ auswirken können.
A	A2	A	A	A	A	A	
A-	A3	A-	A-	A-	A-	A-	
BBB+	Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	Befriedigende Bonität Angemessene Deckung von Zins und Tilgung. Viele gute Investementattribute aber auch spekulative Charakteristika oder mangelnder Schutz gegen wirtschaftliche Veränderungen.
BBB	Baa2	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	
BBB-	Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	
BB+	Ba1	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+	Ausreichende Bonität Sehr mäßige Deckung von Zins und Tilgung, auch in gutem wirtschaftlichen Umfeld.
BB	Ba2	BB	BB	BB	BB	BB	
BB-	Ba3	BB-	BB-	BB-	BB-	BB-	
B+	B1	B+	B+	B+	B+	B+	Mangelhafte Bonität Geringe Sicherung von Zins und Tilgung.
B	B2	B	B	B	B	B	
B-	B3	B-	B-	B-	B-	B-	
CCC+	Caa1	CCC+	CCC	CCC	CCC	CCC+	Ungenügende Bonität Niedrige Qualität, geringster Anlegerschutz. In akuter Gefahr eines Zahlungsausfalls.
CCC	Caa2	CCC	CC	CC	CC	CCC	
CCC-	Caa3	CCC-	C	C	C	CCC-	

Quelle: <https://www.boerse-stuttgart.de/de/boersenportal/segmente-und-initiativen/bondm/ratings/> 35.1.201; Grand City Properties SA: Company Presentation November 2018. (<https://www.grandcityproperties.com/investor-relations/publications/>)

ihrer Immobilien erhöhen, die Bewirtschaftungskosten zu senken, usw. (dazu unten mehr).

Sicherlich müssen zur Bewertung des Unternehmens noch weitere Kennziffern herangezogen werden. Doch nicht wenige der Kennzahlen können durch „kreative“ Buchhaltung beeinflusst werden, so dass eine vertiefte Kenntnis der Bilanzierungsregeln erforderlich wäre.

Der CFO – Chief Financial Officer – äußert sich zufrieden: Die ARE „steuerte erfolgreich die Entwicklung der Kapitalmarktaktivitäten des Unternehmens und verbesserte kontinuierlich die Kapitalstruktur, so bewirkte er die Reduktion des LTV (von zwischenzeitlich ca. über 70% auf aktuell ca. 60%), des WACD¹⁴⁾ (von ca. 4.7% im Jahr 2013 zu einem aktuellen Wert von ca. 2.7%) und trug maßgeblich dazu bei, den FFO I¹⁵⁾ signifikant zu verbessern (von EUR -4,5 Mio. im Jahr 2013 auf erwartete ca. EUR 40 Mio. zum Jahresende 2017). „Wir haben seit 2013 konsequent und hart daran gearbeitet, ADLER von einem Unternehmen mit dem Eigentum von lediglich ein paar wenigen Wohnungen auf unser aktuelles Portfolio von über 50,000 Einheiten aufzustocken. Es war nicht leicht, so erheblich zu wachsen und gleichzeitig unseren LTV und WACD sowie andere Indikatoren wie z.B. den FFO¹⁶⁾ zu verbessern ...“

Die Orientierung am Finanzmarkt zeigt auch die folgende Begründung für den jüngsten Kauf von Brack Capital Properties N.V (BCP) 2018:

„Das wirkt sich vorteilhaft auf die zukünftigen Finanzierungsbedingungen aus und hilft uns dabei, sobald wie möglich ein Investment Grade Rating zu erhalten“, also eine bessere Bonitätseinstufung, so der Co-CEO von Adler.¹⁷⁾

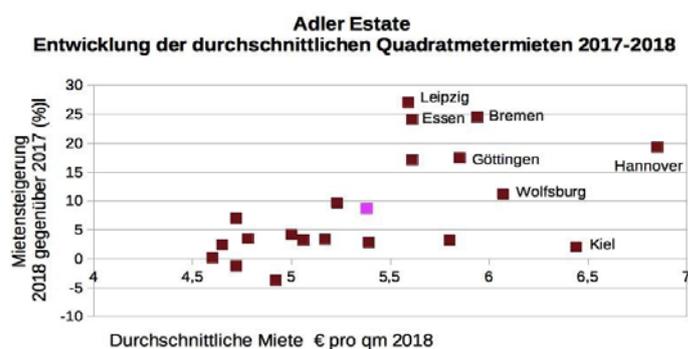
Um die Kreditwürdigkeit zu erhalten, ist das zweite wichtige Ziel des Geschäftsmodells, aus dem

Immobiliengeschäft laufend ausreichend hohe Überschüsse zu erzielen, um die zugesagten Zinsen und Tilgungen bedienen zu können.

Überschüsse lassen sich steigern, wie anderswo auch, durch Preiserhöhungen (hier Mietpreissteigerungen) oder Kostensenkungen (hier Bewirtschaftungskosten) oder am besten beides zugleich. Die **Steigerung der Mieteinnahmen** ist eine zentrale Strategie. Die ARE betont in ihren an die Investoren gerichteten Finanzberichten immer deutlich, dass sie diese Strategie verfolgt und dass sie darin auch erfolgreich ist. Es wird vorgerechnet, wo und um wieviel sie in ihren Wohnungen höhere Mieten durchsetzen konnte.

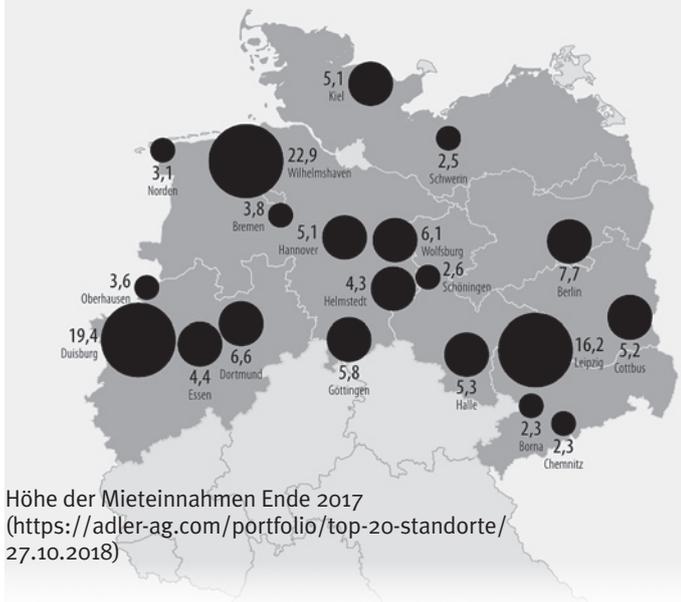
Die ARE hat ihre Jahres-Nettomieteinnahmen von 56,6 Mio. € (2014) auf 170,3 Mio. € (2017) gesteigert, nicht zuletzt aufgrund der Übernahmen. Noch stärker gewachsen ist der Überschuss aus der Immobilienbewirtschaftung, nämlich von 32,1 Mio. € auf 125,8 Mio. € (2017). In diese buchhalterische Größe fließt allerdings der geschätzte Wertzuwachs der Immobilie mit ein. Hierbei handelt es sich um eine fiktive Größe, weil sich erst bei einem Verkauf die Schätzung als werthaltig beweist. Ohne diese Schätzgröße fallen die Erträge deutlich niedriger aus und die Immobilienbewirtschaftung würde keinen Überschuss erzielen. Doch die Buchhaltungspraxis der ARE ist der Standard und insofern korrekt.

„Der Wert des Immobilienportfolios kann im Wesentlichen dadurch zunehmen, dass ein möglichst hoher und im Zeitverlauf stabiler Ertrag aus der Vermietung erzielt wird. Ziel des Asset-Managements ist es daher, Vermietungsstand und Mietniveau zu steigern und die Kostenstruktur zu optimieren.“



Quelle: <https://adler-ag.com/portfolio/top-20-standorte>

Für Göttingen gibt ARE an, dass sie die Quadratmetermiete von 4,81 €/qm (Ende 2015) um 13% auf 5,46 €/qm (Ende 2017) und jetzt – wohl aufgrund der Zuwachses aus den BCP-Beständen¹⁹⁾ – auf 5,85 €/qm (Juni 2018) steigern konnte. In Göttingen und Wolfsburg hat die ARE 2017 die absolut und relativ höchsten Mietpreissteigerung unter ihren Top-20-Standorten durchgesetzt. Auch danach gehören diese Standorte zu denen mit den höchsten Mietpreissteigerungen (s. Abbildung oben).



Mieterhöhungen wie auch die Senkung der Leerstandsquote sind ein Weg, laufende Überschüsse zu steigern. Die **Senkung der Bewirtschaftungskosten** des Immobilienbestandes ist ein weiteres Mittel. Die Vernachlässigung des Wohnungsbestandes durch drastische Reduzierung der Instandhaltung gehört oder gehörte zu den Praktiken mancher börsennotierter Wohnungsunternehmen. Häufiger jedoch – und so auch bei der ARE – werden Geschäftsprozesse im Unternehmen grundlegend verändert. Zur Kostensoptimierung der Bestandspflege werden Prozesse standardisiert, zentralisiert und in dafür gegründeten Gesellschaften gebündelt oder manchmal in andere Unternehmen ausgelagert. Die ARE richtet ab Ende 2014 ihre operative Struktur neu aus: Sie internalisiert vollständig das Property und Facility Management, also die Objektverwaltung und das Gebäudemanagement, und führt ein einheitliches IT-System zur Mieten- und Betriebskostenabrechnung ein.

Durch „die Digitalisierung der gesamten Wertschöpfungskette werden wir intelligente Vernetzungen schaffen, die es ADLER ermöglichen werden, effizient zu wachsen und stille Reserven zu heben. Nicht viele deutsche Wohnimmobilien-gesellschaften können solch vielversprechende Perspektiven aufweisen ...“ Sven-Christian Frank (COO – Chief Operating Officer), der seit 9. Juni 2016 Mitglied des Vorstands ist, sagt: „Unsere neuen internen Property Management-Kompetenzen werden es uns ermöglichen, Mieten zu erhöhen und Leerstände kurz- bis mittelfristig zu reduzieren, so dass das ADLER Property Management sich mit den Top-Performern der Branche messen kann. Wir haben 2017 viel Zeit in die Internalisierung des Property Management investiert“.^{20]}

Ganz allgemein gesehen lassen sich bei den finanzmarktgetriebenen Wohnungsunternehmen drei Vorgehensweisen^{21]} unterscheiden, die laufenden Überschüsse zu erhöhen (nach Gutachten NRW 2012):

1. Performance Management

Darunter wird die Optimierung sämtlicher Prozesse des Immobilienmanagements, wie Vermietungs-, Vertrags-, Objekt- und Dienstleistungsmanagement, verstanden; alle Geschäftsprozesse werden betrachtet und neu organisiert mit dem Ziel, den freien Cash flow (das Saldo aus Ein- und Auszahlungen in einem Geschäftsjahr) aus dem Objekt bzw. dem Portfolio zu maximieren und somit den Verkehrswert zu steigern; Mieterhöhungen, Leerstandsabbau und Mieter-Mix-Optimierungen gehören dazu.

2. Re-Development

Diese Strategie beinhaltet 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. Ein derartiger objektbezogener Wertschöpfungsprozess bringt höhere Mieteinnahmen, aber in der Regel wird er erst durch den Verkauf des Projektes (Exit) abgeschlossen.

Diese Aufwertung plant die ARE aktuell für Grone Süd – Nachverdichtung durch Aufstockung und Modernisierung mit einem Anstieg der Mieten um 2,50 €/qm oder mehr. Die ARE erwartet eine Verdoppelung der Nettomieteinnahmen und kalkuliert zugleich, welche Gewinne bei einem Exit, d.h. Verkauf, möglich wären. Durch die Aufwertung des Wohnungsbestandes, für den sie rd. 70 Mio. € in Grone Süd investieren will, spekuliert die ARE auf eine Wertsteigerung von jetzt 70 Mio. € auf 170 bis 180 Mio. €, so dass ein möglicher Verkauf einen Gewinn von 30 bis 40 Mio. € erbringen könnte. Dies ist spekulativ, aber ein Signal an die Investoren.

Modell der geplanten Aufwertung und Nachverdichtung Grone Süd (2018)



Quelle: Stadt Göttingen, Entwurf des Städtebaulichen Vertrages, Anlage 4Süd

3. Discount Sale

Gemeint ist mit dieser Strategie, Einkauf mit einem Abschlag und eine spätere Veräußerung mit einem entsprechenden Gewinn. Es geht hierbei um den Aufkauf „unterbewerteter“ und entsprechend günstiger Immobilienbestände, bei denen man auf allgemeine, marktbedingte Wertsteigerungen hofft oder

(zusätzlich) Re-Development-Strategien einsetzt. Meist werden immer alle drei genannten Strategien verfolgt.

Die ARE hat zu Beginn ihrer Expansion – 2013/14 – gezielt nicht Wohnimmobilien in Top-Lagen gekauft, sondern „in oder am Rande von Ballungsräumen bezahlbaren Wohnraum“^{22]}. Vorausgesetzt diese lassen sich zu einem günstigen Preis erwerben. 2014 kauft die ARE die *Wohnungsbaugesellschaft Helmstedt GmbH* und die *Wohnungsbaugesellschaft Jade mbh*, Unternehmen die kaum Gewinne und wie im Fall Helmstedt sogar Verluste machten.

„Adler kauft jede Menge Objekte ein, doch die Einkäufer sind nicht immer wählerisch. Die Helmstedter Blocks hätten schon die Renditeerwartung des Vorbesitzers nicht erfüllt, heißt es in dessen Umfeld. 2013 machte der Eigentümer damit 1,7 Millionen Euro Verlust. Die Gesellschaft mit den Wohnungen in Wilhelmshaven brachten im vergangenen Jahr nur 500.000 Euro Gewinn ein. Aber was soll's: Immobilienunternehmen erzeugen ihre Gewinne auf andere Weise. Die Immobilienpreise hierzulande steigen, und mit ihnen auch die Werte der Gebäude. Die Differenz aus aktuellem Wert und Kaufpreis verbuchen Unternehmen als Gewinn, auch wenn der nur auf dem Papier steht. Adler hat so im vergangenen Jahr 133 Millionen Euro verdient – viermal so viel wie mit der Bewirtschaftung der Gebäude.“

(Wirtschaftswoche vom 19.11.2015)

ARE selbst beschreibt ihre Strategie so: „ADLER (investiert) bevorzugt in Wohnimmobilienportfolien, die sich in B- und Randlagen großer Ballungsräume befinden, weil dort die Mietrenditen typischerweise höher liegen als in innerstädtischen A-Lagen.“^{23]}

Ende 2016 sieht ARE für diese Strategie „**Günstig einkaufen – Aufwerten – teuer verkaufen**“ Grenzen: „... dass unsere Strategie, ausschließlich über den Ankauf von Portfolien zu wachsen, mittlerweile an ihre Grenzen stößt: Am Markt werden immer weniger Portfolien angeboten. Und immer häufiger sind die geforderten Preise so hoch, dass sie für uns nicht mehr attraktiv sind. In einer derartigen Situation gewinnen Projekte der Entwicklung, der Verdichtung oder des Dachausbaus an Attraktivität.“^{24]}

Festzuhalten ist aber, dass Verkäufe von Immobilienbeständen und Tochtergesellschaften nicht unüblich sind. 2017 hat ARE z.B. die 2015 erworbene *Accentro Real State AG* weiterverkauft ^{25]} mit einem Gewinn von rd. 41 Mio. €. Finanzmarktgetriebene Wohnungsunternehmen sind in der Regel kurz- bis mittelfristig an Immobilien interessiert. Sie entscheiden anhand der erzielbaren Überschüsse, welche Bestände zum Kerngeschäft (Core-Einheiten) gehö-

ren, welches Non Core-Einheiten sind, die zu einem günstigen Zeitpunkt verkauft werden. Generell gehört zum Geschäftsmodell, Immobilien günstig einkaufen, kurzfristig ihren Wert, d.h. die erzielbaren Mieteinnahmen zu steigern durch Modernisierung und/oder Nachverdichtung, um dann mit Gewinn wieder zu verkaufen. Bei finanzmarktgetriebenen Wohnungsunternehmen ist es üblich, dass sie beim Kauf eines Unternehmens bzw. Portfolios schon so genannte Exit-Strategien überlegen, also Strategien, wie man das Portfolio gewinnträchtig weiterverkaufen kann – etwa an andere Investmentgesellschaften, durch eine Börsengang oder durch einen Verkauf von Wohneinheiten an die Mieter. Ob das funktioniert, hängt natürlich von der Marktsituation ab.

Zusammenfassend kann man das Geschäftsmodell von finanzmarktgetriebenen Wohnungsunternehmen, zu denen die *Adler Real Estate AG* zu rechnen ist, so beschreiben^{26]}:

Die Verwaltung, Vermietung, Veräußerung, Instandhaltung, usw. der Immobilien erfolgt im Dienst der finanzwirtschaftlichen Optimierung. Es dominiert die finanzwirtschaftliche Perspektive. Das Geschäftsmodell zielt darauf ab, den Gewinn der Investoren ohne allzu viel Rücksicht auf die Belange anderer Stakeholder (wie z.B. die Mieter oder die Kommune) zu maximieren. Was zählt, ist die sogenannte Performancemessung, das Erreichen bestimmter finanzwirtschaftlicher Kennzahlen, welche die Interessen der Gläubiger und Fondsinvestoren widerspiegeln.

Ganz allgemein und stark vereinfacht besteht das Geschäftsmodell in Folgendem: Die Investoren erwerben Wohnungen über eine Hierarchie verschiedener Unternehmen – die „Objektgesellschaft“, die die Wohnungen vermietet (z.B. *Westgrund Niedersachsen Süd AG*), gehört zu einem Wohnungsunternehmen, das Kauf, Verkauf und Bewirtschaftung der Wohnungen lenkt (z.B. ARE), und dieses gehört einer Gruppe von Investoren oder einer Holding (Beteiligungsgesellschaft), die wiederum einer Gruppe von Investoren gehört (hierzu lassen sich aus den öffentlich zugänglichen Quellen keine Aussagen treffen, die Käufer der von der ARE begebenen Anleihen sind nicht bekannt, auch nicht, ob es eine Holding „im Hintergrund“ gibt). Ziel der Investoren ist es, auf der Basis der durch Mietzahlungen gesicherten Zinsen neue Finanzprodukte zu entwickeln (zu „platzieren“) und an deren Kauf/Verkauf zu verdienen. In der Erwartung exorbitant hoher Gewinne^{27]} gehen sie risikoreiche Geschäfte ein, sind bei entsprechenden Wertsteigerungserwartungen bereit, Kaufpreise zu zahlen, die mit der Ertragskraft der Wohnungsbestände nicht zu rechtfertigen sind. Darin liegt durchaus ein wohnungspolitisches Prob-

lem, denn wenn solche Erwartungen vorherrschen, haben die Finanzinvestoren natürlich auch eine höhere Zahlungsbereitschaft als andere Investoren, wie etwa „traditionelle“ Wohnungsunternehmen, die als Geschäftsmodell „kaufen und längerfristig halten“ verfolgen und sich „verantwortbar“ finanzieren. Das bedeutet aber, dass die Finanzinvestoren die Käufer mit solchen Geschäftsmodellen (wie z.B. die Wohnungsgenossenschaft oder die Städtische Wohnungsbau GmbH) verdrängen.

Wem gehört die Adler Real Estate?

Dies ist auch die Frage danach, ob und welche Investoren die Geschäftspolitik der ARE mitbestimmen oder gar steuern. Über ihre Aktionäre teilt die ARE auf ihrer Homepage folgendes mit:

Stand:	3.1.2019	3. 3. 2018	31.12.2015
Free Float ^{28]}	47,1	53,7 %	45,6%
Mezzanine IX Investors S.A., Luxembourg:	14,4	18,7 %	21,8%
Klaus Wecken, Basel, Schweiz:	14,7	17,8 %	23,0%
Thomas Bergander, Berlin, Deutschland:	6,7	5,2 %	6,6%
Eigene Aktien:	3,6	4,5 %	
Asset Value Investors Ltd.			3,0%
Fairwater Multi-Strategy Investment ICAV, Dublin, Irland	13,5		

Größter Einzelaktionär war (seit mindestens 2012) bis 2018 die *Mezzanine IX Investors S.A.* aus Luxemburg (früher die *Mezzanine IX*, Atlanta (USA)). Über die Eigentümer dieser Gesellschaft berichtet die Wirtschaftswoche 2015, dass 25 Prozent einer von Cevdet Caner geführten Stiftung gehören. „*Ein weiteres Viertel der Mezzanine gehört einem Österreicher, der Geschäftsführer einer Gesellschaft in Monaco ist, die als Caners Postadresse fungiert. Weitere Geschäftsführer sind eine gewisse Gerda Caner und Caners langjähriger Partner Wolfgang Hahn. Das dritte Viertel an Mezzanine gehört einem Herrn namens Schratlbauer. Gerda Caner hieß früher ebenfalls Schratlbauer.*“ (Wirtschaftswoche 19.11.2015)

Cevdet Caner (Monaco/London/Linz)

Die Wirtschaftszeitung mutmaßt, dass Caner einen großen Einfluss bei der ARE hat:

„*Im Hintergrund scheint mit Cevdet Caner ein Mann involviert zu sein, der schon einmal hoch geflogen ist – um dann mit einem auf Pump basierenden Immobilienraum tief zu fallen. ... Jetzt ist er bei Adler als indirekter Aktionär an Bord und begleitet Immobilien-deals. Anleger sollten auf der Hut sein. Obwohl ohne offizielle Funktion, scheint Caners Einfluss auf Adler immens. Und seine Interessen müssen nicht mit denen privater Aktionäre übereinstimmen.*“ (ebd.)

Caner soll 2015 bei dem Ringen der Adler Real Estate um die Vorherrschaft bei der *conwert Immobilien Invest SE*, Wien, „*zumindest als Berater*“ (Kurier.at.

vom 17.2.2016), als „*Gutachter ... der ein ausgezeichnetes Netzwerk (hat) und ... sehr viele internationale Investoren (kennt)*“ (so ARE) beteiligt gewesen sein. Die österreichische Übernahmekommission leitet Anfang 2016 ein Untersuchungsverfahren ein, ob bei diesem „Ringen“ eventuell Rechtsverstöße aufgrund möglicher Absprachen und Vereinbarungen der ARE und weiterer Personen vorliegen. Die ARE verkauft im selben Jahr ihre *convert*-Anteile an *Vonovia*.

Gegen Caner und andere erhebt die österreichische Staatsanwaltschaft 2018 Anklage wegen schweren gewerbsmäßigen Betruges im Zusammenhang mit dem Konkurs von Caners Immobiliengesellschaft *Level One 2008*^{29]}. Eine Verurteilung ist nicht bekannt. Der Konkurs 2008 mit Schulden in Höhe von 1,5 Mrd. € gilt als der zweitgrößte in der Geschichte der BRD (nach der Pleite von Jürgen Schneider mit 6 Mrd. €

Schulden).

Cevdet Caner gründete 2004 die Immobilienholding *Level One* mit Steuersitz auf der Kanalinsel Jersey. Bis zum Jahr 2008 wächst der

Bestand von *Level One* auf rund 28.000 Wohneinheiten mit einem Gesamtwert von 1,5 Milliarden Euro. In der BRD kauft *Level One* vor allem in Berlin und Leipzig große Wohnungsbestände auf. *Credit Suisse*, *JP Morgan*, die *Royal Bank of Scotland* sowie britische Firmen gewähren *Level One* großzügig Darlehen, die *Credit Suisse* allein über 1,3 Milliarden Euro und helfen Caner sein Immobilienimperium aufzubauen, ohne dass dieser selbst über größeres Eigenkapital verfügt. 2008 meldet *Level One* für seine deutsche Objektgesellschaft Insolvenz an.^{30]} „*Credit Suisse und Hedgefonds haben mich in die Pleite getrieben*“, so Caner, sie vertrauten (in der Finanzkrise) seinen Geschäften offenbar nicht mehr und verweigerten einen 130 Mio. € Überbrückungskredit.^{31]}

Klaus Wecken (Basel)

Gesellschafter und Vorstand verschiedener Firmen in Deutschland und in der Schweiz, ab 1999 Mitgründer und Hauptaktionär der Immobiliengesellschaft *Tivona AG*, Basel, die 2009 über die *Jelmoli Holding AG*, Zürich (Jelmoli ist eine WAREnhauskette in der Schweiz), in die *Swiss Prime Site-Gruppe* integriert wurde (die *Swiss Prime Site* ist eine von der *Credit Suisse Pensionskasse*, der *Siemens Pensionskasse* und der *Winterthur Leben* – heute AXA – gegründete Holding, die Immobilien besitzt wie die Sihlcity, Zürich, den Messeturm, Basel, das Post-Finance-Center, Bern, und den Prime Tower, Zürich-West. Klaus Wecken ist u.a. Hauptaktionär der *DEMIRE Deutsche*

Mittelstands Real Estate AG, Langen bei Frankfurt, und war Aktionär der *Westgrund AG*, über die er Aktionär der *ARE* geworden ist.^{32]}

Thomas Bergander (Berlin)

ehemals Geschäftsführer der von der *ARE* aufgekauften Wohnungsbaugesellschaft *JADE GmbH*, jetzt Geschäftsführer zahlreicher Objektgesellschaften in Berlin (u.a. *RIV Total Mi 2 GmbH*, *Quartier Heidestrasse GmbH*) und Leipzig (*Logistikpark Leipzig GmbH*).

2018 ändert sich die Eigentümerstruktur der *ARE*. Durch die Wandlung von Wandelschuldverschreibungen in Aktien vergrößert sich die Zahl der *ARE*-Aktien um 12,9 Mio. Aktien. Eigentümer dieser neuen Aktien ist überwiegend die *Fairwater Multi-Strategy Investment ICAV*, Dublin. Sie ist nun der 3. größte Einzelaktionär der *ARE*.

Fairwater Multi-Strategy Investment ICAV (Umbrella Fund, seit 3.7.2017 Dublin)

Diese Gesellschaft ist seit 3.7.2017 bei der irischen Zentralbank als ein ICAV registriert.^{33]} ICAV – *The Irish Collective Asset Management Vehicle* – ist eine relativ neue Form eines kollektiven Investments-Vehikels. Um die Vorteile dieser Rechtsform für Investoren auf dem internationalen Kapitalmarkt zu verstehen, benötigt man detaillierte Kenntnis des internationalen Steuer-, Unternehmens- und Bilanzierungsrechts. Es scheint vor allem um Steuervermeidung zu gehen. ICAV's unterliegen dem attraktiven, (innerhalb der EU sehr niedrigen) irischen Steuerrecht, bieten besonders US-Investoren (Steuer-)Vorteile, ermöglichen kosteneffizientere Strukturen und können als „umbrella ICAV“ leichter „sub-funds“ mit jeweils separater Finanzberichterstattung einrichten.^{34]} Der *Fairwater Multi-Strategy Investment ICAV* gehört der „sub-fund“ *Fairwater European Real Estate Opportunities Fund* (aufgesetzt ebenfalls am 3.7.2017). Als Fonds-Manager – in der Rechtsform eines AIFM (Alternative Investment Fund Manager) – operiert die *Mirabella Malta Limited* (Block B No. 34 Il-Piazzetta Tower Road Sliema SLM1605, Malta), eine seit dem 23.10.2014 bestehende Gesellschaft.

Mit dem neuen Großaktionär *Fairwater* werden bei der *ARE* ansatzweise Finanzierungsstrukturen sichtbar, wie sie in dem zitierten NRW-Gutachten für große börsennotierte Immobilienkonzerne beschrieben worden sind und hier in der Zusammenfassung des allgemeinen Geschäftsmodells finanzmarktgetriebener Wohnungsunternehmen skizziert wurden.

Die Information über die *ARE*-Eigentümer sind dürftig, besonders über die *Fairwater Multi-Strategy Investment ICAV* und die Mezzanine IX. Ob und welchen Einfluss sie auf die Geschäftspolitik der *ARE* nehmen, bleibt unklar. Die Unternehmensstruktu-

ren und die Netzwerke der Gesellschafter auf dem Immobilien-Finanzmarkt sind verschachtelt und unübersichtlich, Informationen in Medien manchmal spekulativ. Die Entscheidungen von wenigen Privateigentümern mit weitreichenden Folgen für viele Mieter und Kommunen bleiben intransparent.

Was kann man tun?

Das, was die *Adler Real Estate AG* macht, ist legal. Es scheint – ohne Jurist zu sein – rechtlich korrekt und üblich zu sein, gemessen am Umgang der Politik mit dem Unternehmen. Der Schutz des Privateigentums hat für die Politik sehr hohe Priorität. Sie erlaubt und schützt die Geschäftspraktiken der *Adler Real Estate AG*. Das Vorgehen finanzmarktgetriebenen Wohnungsunternehmen ist der Politik seit Jahren bekannt und wird offensichtlich als Teil der marktwirtschaftlichen „Lösung“ der Wohnungsfrage gesehen.

Was können Mieter in Grone tun? Sie können die ihnen eingeräumten Mieterschutzrechte nutzen. Dieser rechtliche Schutz der Mieter, ihre Interessen zu wahren, ist dagegen begrenzt. Eine Informationsveranstaltung der Göttinger Stadtverwaltung am 24.11.2018 in Grone hat deutlich gemacht, wie beschränkt die Möglichkeiten sind, sich gegen Modernisierung und Mieterhöhung zu wehren, und wie kompliziert, risikoreich und aufwendig es ist, Mieterschutzrechte einzuklagen. Für viele, besonders ältere Mieter stellt das eine eigentlich unzumutbare, inhumane Anforderung und Belastung dar. Dennoch wird die Wahrnehmung dieser Mieterrechte notwendig sein. Die Stadtverwaltung selbst hat auf der genannten Veranstaltung dazu aufgefordert – ohne allerdings materielle (finanzielle) Unterstützung anzubieten.

Die Kommunalpolitik, welche Nachverdichtung durch eine Änderung des Bebauungsplans erlauben muss, könnte diese immobilienwertsteigernde Erlaubnis vertraglich mit bestimmten Auflagen zugunsten der Mieter und der eigenen Stadtentwicklungsziele verknüpfen. Sie könnte Schutzklauseln für den Fall des Weiterverkaufs und eine Sozialcharta vertraglich festlegen. Auf Drängen der Mieter hat die Stadt Göttingen einen Städtebaulichen Vertrag mit der *ARE* geschlossen.

In dem Entwurf eines Städtebaulichen Vertrages der Stadt Göttingen mit der *Westgrund Niedersachsen Süd GmbH* ist vorgesehen: Die „Vorhabenträgerin“, *ARE/Westgrund*, modernisiert ihre 1.098 Wohnungen in Grone Süd und Grone Nord energetisch und durch den Einbau von Balkonen, was die Mietfläche im Bestand um knapp 7% er-

höht. Sie darf zusätzlich durch Aufstockung 277 neue Wohnungen bauen. Sie verpflichtet sich zur Umsetzung eines „Sozialrahmenplanes“, 51 Wohnungen für „untere Einkommensgruppen“ (derzeitige Mietobergrenze 5,60 €/qm) und 29 Wohnungen für „mittlere Einkommensgruppen“ (derzeitige Mietobergrenze 7,00 €/qm) (definiert nach dem Niedersächsischen Wohnraumfördergesetz) zu errichten und die Mietpreis- wie Belegungsbindung mindestens 20 Jahre zu gewährleisten.

(Ausschuss für Bauen, Planung und Grundstücke, 8.11.2018 [https://www.goettingen.de/rathaus/oeffentliche-sitzungen.html; 27.11.2018]).

Ziele schriftlich formuliert. Dazu gehört auch, dass bei Neubauten 30 Prozent der Wohnungen zu vorab bestimmten, erschwinglichen Mieten Personen unterer Einkommensgruppen angeboten werden sollen. Wir erwarten, dass derartige Selbstverpflichtungen die Akzeptanz von Neubaumaßnahmen in Göttingen nachhaltig erhöhen.“

(Brief des Vorstands in Adler Real Estate: Q3/ Zwischenbericht zum 30. September 2018)

Zu all diesen möglichen und wohl wahrscheinlichen Entwicklungen kommt noch ein ganz anders Risiko für die Mieter hinzu. Es ist das Risiko der allgemein Markt- und Wirtschaftsentwicklung. Es ist schwer

Der läuft darauf hinaus, dass von 1.098 Mietwohnungen, die mit durchschnittlich 5,46 €/qm (Ende 2017) noch zum günstigeren, „bezahlbaren“ Wohnraum gehören, bleiben 80 Mietwohnungen mit mäßigen Mieterhöhungen übrig. Für rd. 1.000 Wohnungen wird mit Mietpreissteigerungen von voraussichtlich 40% und mehr neu definiert, was aus Sicht des Marktes und der Politik und ohne Rücksicht auf die Einkommensverhältnisse der jetzigen Mieter „bezahlbarer Wohnraum“ bedeutet.

Für die Mehrheit der betroffenen Mieter in Grone wird es schwer, aber notwendig, gegenüber dieser marktorientierten Stadtentwicklungspolitik ihre Interessen durchzusetzen.

Die Kalkulation der ARE auf Wertsteigerung wird der Städtebauliche Vertrag wohl nur geringfügig einschränken. Aber die ARE erwartet für das Entgegenkommen der „Selbstverpflichtung“ auf die Ziele des Göttinger „Bündnisses für bezahlbares Wohnen“ Akzeptanz für die von ihr geplante Aufstockung und Nachverdichtung.

„Unsere Ausbaupläne in Göttingen und Wolfsburg, die eine Aufstockung der Gebäude um ein Stockwerk vorsehen, sind auf gutem Weg. Um vor allem Mietern mit niedrigem Einkommen Sicherheit zu geben, dass sie sich die Mieten auch nach der Modernisierung noch leisten können, haben wir uns in Göttingen dem dortigen „Bündnis für bezahlbaren Wohnraum“ angeschlossen. Hier arbeiten unterschiedliche Unternehmen aus der Immobilienbranche, der Mieterverein Göttingen, die Stadt Göttingen und auch das Studentenwerk Göttingen eng zusammen. Dieses Bündnis hat seine

Anhang: Wohnungsbestand der Adler Real Estate AG 2018

Ort	Mieteinheiten	davon ADLER	davon BCP	Jahresnetto-kaltmiete in € Mio	Ø Miete in	Ø Miete in	Vermietungsstand in %	Vermietungsstand in %
					EUR/qm /Monat Stand 30.06.2018	EUR/qm /Monat Stand 30.06.2017		
Wilhelmshaven	6,898	6.898	0	23,0	5,05	4,82	93,4	92,1
Duisburg	4,925	4.281	644	19,1	5,40	5,30	96,6	96,8
Leipzig	4,742	1.166	3.576	16,4	5,66	4,43	94,7	94,6
Cottbus	1,868	1.868	0	5,3	4,68	4,59	85,6	85,1
Halle (Saale)	1,858	1.719	139	5,2	4,79	4,63	85,4	86,3
Dortmund	1,770	776	994	6,8	5,65	4,83	97,6	95,4
Berlin	1,698	1.698	0	7,6	5,82	5,69	97,0	97,9
Göttingen	1,377	1.139	238	5,8	5,90	5,02	95,6	96,8
Wolfsburg	1,300	1.300	0	6,0	6,09	5,51	93,9	95,5
Helmstedt	1,219	1.219	0	4,2	5,19	5,03	95,9	95,8
Hannover	1,119	281	838	5,0	6,91	5,70	95,0	94,9
Essen	1,036	409	627	4,3	5,65	4,87	97,4	94,9
Kiel	967	56	911	5,2	6,59	6,29	98,1	96,2
Borna	900	900	0	2,2	4,61	4,59	79,2	84,8
Bremen	873	128	745	3,8	6,13	4,77	95,9	97,7
Chemnitz	850	850	0	2,3	4,71	4,69	80,3	79,8
Schöningen	846	846	0	2,5	5,07	4,94	80,3	94,7
Oberhausen	818	341	477	3,6	4,92	5,11	95,8	94,0
Schwerin	816	816	0	2,5	4,74	4,47	91,1	89,1
Norden	794	794	0	3,1	5,28	4,87	98,9	95,0
Top20	36.675	27.485	9.190	133,7	5,42	4,98	93,3	92,4

Stand 30. 09.2018 Quelle: https://adler-ag.com/portfolio/top-20-standorte/ 27.10.2018

vorhersehbar, welche Wirkungen steigende Zinsen und stagnierende Mieten auf finanzmarktgetriebene und hoch verschuldete Wohnungsunternehmen haben werden. Es wird sich in solch einem Fall erst noch zeigen müssen, ob das Finanzierungsmodell der ARE und ihr Versprechen (auf ihrer Homepage), an ihren Immobilien langfristig interessiert zu sein, Bestand hat oder ob den Groner Mietern wieder ein Wechsel des Vermieters bevorsteht.

Fußnoten:

- 1] manager magazin vom 26.6.2007
- 2] Sozialismus vom 23.7.2007 (https://www.sozialismus.de/nc/vorherige_hefte_archiv/kommentARE_analysen/detail/artikel/wohnung-als-wARE/; 24.11.2018)
- 3] Hamburger Abendblatt vom 23.9.1999
- 4] Veröffentlichung über die Erteilung einer Befreiung nach § 37 WpÜG von den Verpflichtungen nach § 35 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 2 Satz 1 WpÜG in Bezug auf Aktien der Adler Real Estate AG, Hamburg (veröffentlicht von der Mezzanine IX auf auf DPAG)
- 5] www.dgap.de/dgap/Companies/adler-real-estate-ag/companyId=516&id=1020&page=21&limit=20; 20.11.2018
- 6] Wandelanleihe (Convertible Bond): Schuldverschreibung mit dem Recht, die Anleihe bis zu einem bestimmten Zeitpunkt in Aktien umzutauschen. Deshalb meist fixer Zinssatz, unterhalb des Zinsansatzes einfacher festverzinslicher Anleihen. Der Wert der Anleihe ist eng mit dem Kurswert der Aktie verbunden
- 7] TRAWOS; Kofner, Stefan (Projektleiter) 2012: Aktuelle Geschäftsmodelle von Finanzinvestoren im Themenfeld Wohnungswirtschaftlicher Wandel und neue Finanzinvestoren. NRW Landtag 16/375. Im folgenden als Gutachten NRW zitiert.
- 8] <https://www.boerse-stuttgart.de/de/boersenportal/segmente-und-initiativen/bondm/ratings/>; 25.1.2019
- 9] Gutachten NRW, 70f.
- 10] ICR – Interest cover ratio = EBIT (operating profit – Earnings Before Interest and Taxes) / Zinsaufwand (interest expenses)
- 11] <https://www.investopedia.com/terms/i/interestcoverageratio.asp>; 26.1.2019.
- 12] ARE 2018: 9 M 2018 results presentation. November 2018.
- 13] „We could consider lowering the rating [BB] if, in particular, Adler's debt to debt plus equity stayed above 65 % and its EBITDA interest coverage ratio below 1.3x, as a result of a delay in reducing leverage, including through disposals and other corporate measures, or lower-than-expected revaluation gains.“ so Standard&Poor Global Ratings zu ARE am 20.9.2018 (<https://adler-ag.com/investor-relations/aktie/rating/>; 26.1.2019)
- 14] WACD (Weighted average cost of debt) Gewichteter Durchschnitt der Verzinsung des Fremdkapitals – Maßzahl für den laufenden Zinsaufwand aus der Fremdfinanzierung
- 15] FFO I (Funds from Operations) eine betriebswirtschaftliche Kennzahl, die das operative Ergebnis, das Ergebnis aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit darstellt und als eine der Kennzahlen für Rentabilität verwandt wird. Es gibt unerschiedliche Berechnungsmodell für FFO, daher FFO I und FFO II.
- 16] Mitteilung der ARE am 27.12.2017 (<http://www.dgap.de/dgap/News/corporate/adler-real-estate-neues-fuehrungsteam-steuert-wachstum-und-wertsteigerung/?newsID=1045323>; 25.11.2018)
- 17] Mitteilung der ARE am 27.12.2017 (<http://www.dgap.de/dgap/News/corporate/adler-real-estate-neues-fuehrungsteam-steuert-wachstum-und-wertsteigerung/?newsID=1045323>; 25.11.2018)
- 18] ARE: Finanzbericht 2. Quartal 2018, S. 18 f.
- 19] Hierin enthalten sind wohl die 238 Wohneinheiten, welche die ARE im April 2018 von der Brack Capital Properties (BCP) erworben hat. Im März 2018 berichtet die ARE von von einer durchschnittlichen Miete von 5,46 €/qm in Göttingen.
- 20] Mitteilung der ARE am 27.12.2017 (<http://www.dgap.de/dgap/News/corporate/adler-real-estate-neues-fuehrungsteam-steuert-wachstum-und-wertsteigerung/?newsID=1045323>; 25.11.2018)
- 21] Gutachten 62ff.
- 22] Mitteilung der ARE vom 12.9.2017 (<http://www.dgap.de/dgap/News/corporate/adler-real-estate-portfolio-mit-einheiten-erworben/?newsID=1026527>; 20.11.2018)
- 23] Homepage der ARE <https://adler-ag.com/unternehmen/geschaeftsmodell/>; 25.11.2018
- 24] Mitteilung der ARE vom 14.11.2016 (<http://www.dgap.de/dgap/News/corporate/adler-real-estate-die-ersten-neun-monate-wieder-auf-wachstumskurs/?newsID=1037387>; 20.11.2018)
- 25] Möglicherweise auch, um den Kauf der BCP zu verwirklichen.
- 26] In Anlehnung an die Schlußfolgerungen über REPE (Real Estate Private Equity) im Gutachten NRW 2012, 260ff.
- 27] Die EPRA (European Public Real Estate), Brüssel, eine Interessenvertretung vor allem von börsennotierter Wohnungsunternehmen, meldet 2018, dass europäische Wohnungsunternehmen (eines Indexwertes) in den vergangenen Jahren höhere Renditen erbracht haben Aktien oder Staatsanleihen . Im kurzfristigen Bereich (1-5 Jahre) lagen sie meist zweistellig bei 12 %-13 %, im längerfristigen Bereich etwas unter 10 %. (<http://www.epra.com/research/market-research>; 25.11.2018)
- 28] Zum Free Float werden alle Aktien gerechnet, die von privaten oder institutionellen Aktionären gehalten werden, die keine Meldeschwelle überschritten haben. Bei diesen Aktionären wird unterstellt, dass sie Aktien kurzfristig als Finanzinvestition halten und damit keine langfristige strategische Absicht verfolgen.
- 29] <https://www.boerse-express.com/news/articles/betrug-sanklage-gegen-ex-linzer-milliarden-pleitier-caner-5435>; 26.11.2018
- 30] Eintrag in wikipedia zu Cevdet Caner
- 31] Interview mit Caner, 7.5.2009 (<https://www.trend.at/wirtschaft/business/wenn-hedgefonds-manager-mrd-sand-233544>; 19.11.2018)
- 32] Nach <https://immobilien.sps.swiss/de/news>; 20.11.2018 <https://www.wiwo.de/finanzen/immobilien/adler-real-estate-kein-offizielles-amt/12609590-2.html> (fraglich von wann die Wiwo ist evtl. 2015 Nov.)
- 33] <http://registers.centralbank.ie/FundRegisterDataPage.aspx?fundRegisterDataPage=50&ReferenceNumber=C168758®ister=50>; 26.1.2019
- 34] <https://www.irishfunds.ie/news-knowledge/newsletter/spring-2015-fund-focus-hong-kong/icav>; 27.1.2019 <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/01/fs-the-icav-what-you-need-to-know.pdf> <https://www2.deloitte.com/ie/en/pages/financial-services/articles/icav-irish-collective-asset-management-vehicle.html>

