

360° Kompetenz für rundum beste Aussichten

White Paper

Entry- und Exit-Strategien für Corporates

Value-Add von gebundenem Kapital durch markorientiertes Portfolio-Management

Führende Praktiker wie Akademiker der CREM-Branche fordern eine niedrigere Eigenkapitalquote von Corporates, wie es im angelsächsischen Raum bereits üblich ist. Der Fokus der Diskussion richtet sich auf den Exit in den verschiedenen Ausgestaltungen. Hingegen die Frage nach der optimalen Eigentumsquote für ein Unternehmen geht in beide Richtungen: Entry- und Exit aus Immobilieneigentum. Dieser Artikel interpretiert | transformiert das traditionsreiche Thema „Monetarisierung“ für modernes CREM und zeigt das monetäre Potential von marktorientiertem Portfoliomanagement auf Basis einer Fallstudie auf.

Optimale Eigentumsquote

Die Eigentumsfrage unterliegt stets der Rechtfertigung für die Bindung von schwerfällig liquidierbarem Kapital. Dabei bekommen deutsche CREM-Manager Rückenwind durch das aktuelle Kapitalmarktumfeld. Denn die Antwort lautet:

„Die Eigentumsquote eines Unternehmens im Status-Quo ist optimal.“

Verringerung der Eigentumsquote ist unattraktiv, da

- Eigentum (AfA plus Zins) langfristig billiger als Miete ist,
- aktuell signifikant günstigere Finanzierungsbedingungen über Bankdarlehen oder Anleihen möglich sind sowie
- bilanzbefreiende Wirkung durch Überarbeitung IAS 17 nicht mehr gegeben ist.

Eine Erhöhung der Eigentumsquote ist unattraktiv, da

- Kapital im Kerngeschäft höhere Rendite erwirtschaftet,
- Investitionen in illiquide Vermögensgegenstände unattraktiv sind und
- durch IAS 17 Bilanzneutralität zwischen Eigentum und eigentumsähnlichen Mietverträgen herrscht.

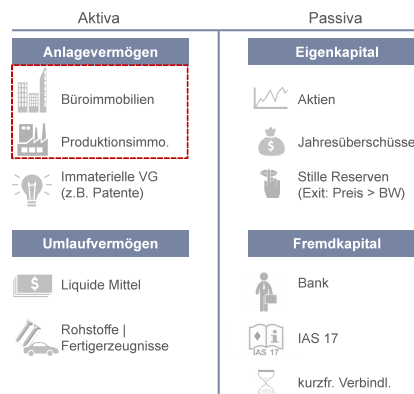


Abb. 1: Unternehmensimmobilien in der Bilanz

Aufgrund dieser Umstände ist die Zurückhaltung der CREM-Manager im Bereich Monetarisierung nachvollziehbar – eine Tendenz hin zur Erhöhung der Eigentumsquote fraglich.

Rolle des Portfoliomanagements

Die eben genannten Aspekte setzen an bilanzieller und finanzstrategischer Perspektive an. Sie lassen erstens Portfoliostrategie und zweitens Portfolioatmung unberücksichtigt:

- Beispiel Strategie: Prüfung, ob alle strategisch bedeutenden Immobilien (Core-Immobilien) im Eigentum sind (Senkung von Immobilienkosten, Sicherstellung Betriebsfortführung, Kontrolle); alternativ Prüfung Mietverträge, ob langfristige Nutzung kosten- und risikooptimiert möglich ist. Zusätzlich Prüfung der Eigentumsfrage bei Immobilien mit geringerer strategischer

Relevanz, aber hoher Fungibilität (Non-Core).

- Beispiel Atmung: Vorfälle in der Kerngeschäftsentwicklung (M&A, Expansion, Relocations, organisches Wachstum) haben Auswirkungen auf das Immobilienportfolio. Daraus folgen Schwankungen der Portfoliogröße, aber insbesondere auch Änderungen der Portfolioanteile (Core wird zu Non-Core und umgekehrt).

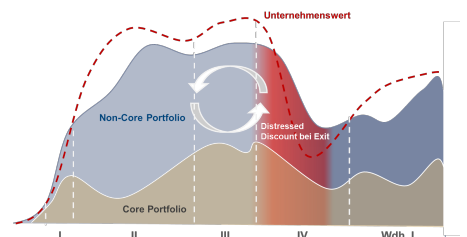
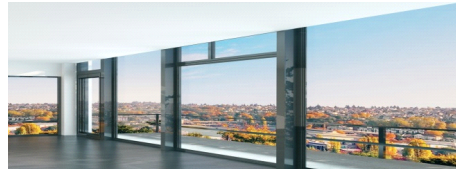


Abb. 2: Zyklizität Kerngeschäft und Portfolio

- Phase I: Bei moderatem Wachstum werden sukzessive Core-Immobilien im Portfolio aufgenommen.
- Phase II: Bei starkem Wachstum wird i.d.R. eher angemietet:
 - Erhöhte operative Flexibilität
 - Unsicherheit bei hohem Marktwachstum
 - Ad-hoc Flächenbedarfe
- Phase III: „Gesättigtes“ Marktwachstum mit hohem und konstantem Core-Anteil. Relativ hoher, scheinbar konstanter Non-Core-Anteil. Tatsächlicher Brutto-Portfolioumschlag = Anmietung und Ankauf | Projektentwicklung zzgl. Abmietung und Verkauf



360° Kompetenz für rundum beste Aussichten

White Paper

„Auf Basis unserer Projekterfahrung kalkulieren wir in Phase III mit einem Portfolioumschlag von etwa 10% pro Jahr.“

- Phase IV: Stress im Kerngeschäft, bspw. Wegfall von Absatzmärkten gefolgt von Liquiditätsproblemen und signifikante Portfolioumschichtungen. Es folgt wieder die Phase I (Relaunch).

Diese Bewegungen müssen im Rahmen einer ganzheitlichen Entry- und Exit-Strategie gemanagt werden.

Immobilienportfolio

Inflow: M&A, JVs, Expansion
Outflow: Carve-Out, Exit
Relocation: Konsolidierung, Verschiebung Absatzmärkte

● Bestand ● Inflow ● Outflow

Ziel Inflow: Optimierte Entscheidung Own-vs.-Lease unter Berücksichtigung Exit
Ziel Outflow: Minimierung Discount durch zeitlichen Druck, Maklercourtage, externe Wertschöpfung durch Redvelopments.

Marktorientierung bedeutet

- Berücksichtigung Exit bei Investment-Entscheidungen (Drittverwendungsfähigkeit, Marktzyklus | Preisniveau, Wertsteigerungsrendite)
- Vermeidung | Reduzierung von Discounts, wie bspw. in Phase IV
- Adjustierung Own-vs.-Lease Schwellenwerte gemäß Unternehmensstrategie
 - Verfügbarkeit von Liquidität ohne Verwendung für Expansion, R&D etc.
 - Beeinflussung von analystenrelevanten Renditekennziffern

Entry- und Exit-Strategie: „Spielwiese“ Portfoliomanagement

Generell wird ein Investment (Entry) in eine Immobilie nur in drei Fällen getätigt werden:

- Notwendigkeit der Kontrolle aufgrund Langfristperspektive (Core)

- Verfügbarkeit von Liquidität, die nicht im Kerngeschäft oder für R&D verwendet werden kann

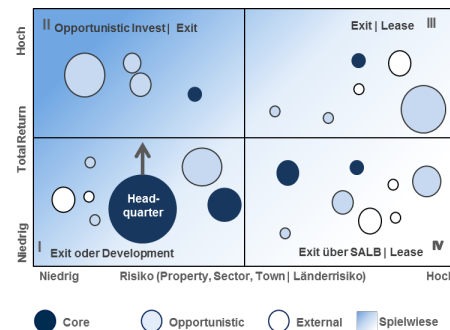
- Rendite Immobilie größer Rendite Kerngeschäft

Spiegelbildlich wird ein Verkauf (Exit) nur in folgenden Fällen durchgeführt werden:

- Synergieeffekte durch Konsolidierung
- Liquiditätsbedarf im Kerngeschäft
- Marktwert > Buchwert
- Non-Core-Objekt

Voraussetzung für eine optimierte Entry- und Exit-Entscheidung ist Transparenz über Standorte, Eigentumsverhältnisse und Position im Lebenszyklus bei Kerngeschäft und Objekt. Zudem werden neben Portfolio-Cluster (Core, Non-Core) ebenfalls Risiko-Rendite-Score-Werte je Immobilie benötigt: Renditemessung über Markt oder Attraktivitätsmatrix, Risikomessung über Markt oder Annahmen über Sensitivität zu Mikro- und Makroumfeld.

Risiko-Rendite-Messung (exemplarisch)



Je schlechter das Risiko-Rendite-Verhältnis („rechts unten“) desto eher wird ein Exit vorbereitet bzw. ein Entry vermieden. In Quadrant I („links unten“) sollte ein Exit vorbereitet werden oder alternativ ein Redevlopment erfolgen, um das Objekt zu einem späteren, optimierten Zeitpunkt zu besseren Konditionen verkaufen zu können. Im Quadrant III und IV („rechts“) wird klar eine Exit-Strategie verfolgt. Diese kann bei tatsächlicher Aufgabe der Immobilie (definierter Exit-Zeitpunkt) über Sale&Lease-Back optimiert werden.

Die eigentliche „Spielwiese“ des Portfoliomanagements stellt der Quadrant II („links oben“) dar. Hier wird eine „Invest and Hold“-Strategie verfolgt mit opportunistischem Exit in Abhängigkeit von Immobilienmarktzyklus

und den oben genannten Voraussetzungen für einen Verkauf.

Auf diese Weise erreicht das Portfoliomanagement folgende Ziele, die Immobiliensamtkosten sowie -risiken senken:

- Geographische Konzentration | Konsolidierung (Erhöhung Portfolioverdichtung | Asset-Effizienz)
- Entwicklung langfristig angelegte Exit-Strategie im Rahmen der Location-Strategie zur Minimierung Discount
- Koordinierung geschäftsbereichsübergreifender Flächenbedarfsänderungen

Praktikabilität eines marktorientierten Portfoliomanagements

Für die Umsetzung des beschriebenen Ansatzes gibt es zwei Hemmnisse:

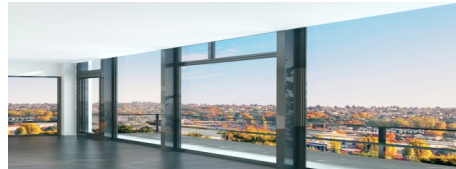
- Der Aufwand bzgl. Transparenz und darauf basierender Objektstrategie kann nicht für ein großes internationales Portfolio in Gänze betrieben werden. Mietobjekte stehen zunächst weniger im Fokus gleichwie Core-Immobilien mit „gefühlten“ niedrigen Rendite- und Risiko-Scores.
- Entscheidendes Hemmnis für eine optimierte Exit-Strategie ist die Voraussetzung eines Käufers mit entsprechender Zahlungsbereitschaft.

„Corporates und Investoren passen nicht zueinander.“

Investoren lassen sich von der Komplexität von Unternehmensimmobilien abschrecken, was als Haupttreiber von überdurchschnittlichen Discounts gesehen werden kann.

Durch diese beiden offensichtlich überwindbaren Hemmnisse wird das Potential von marktorientiertem Portfoliomanagement deutlich: Schaffung von optimierten Immobilienwerten bzgl. Rendite und Risiko bei gleichzeitiger Minimierung des Discounts. Basis dafür ist maßgeblich

- Transparenz durch hinreichendes Reporting
- kein zeitlicher Druck
- Minimierung von externen Margen (Makler, Developer)
- Insourcing der Wertschöpfung am Anfang und Ende des Immobilienzyklus



360° Kompetenz für rundum beste Aussichten

White Paper

Das Spiel mit Investoren

Die Anforderungen der Investoren müssen bei der Formulierung von Entry- und Exit-Strategien berücksichtigt werden. Diese sind insbesondere:

- Ausreichendes Transaktionsaktionsvolumen am Standort
- Gebäudeflexibilität | Redevlopmentmöglichkeiten
- Multi-Tenant-Fähigkeit | Abtrennbare Mietflächen
- Wiederherstellkosten größer Kaufpreis
- Marktmiete größer aktuelle Miete
- Track-Record des Corporates als "guter" Mieter

So ist es für CREM möglich, ein größeres Stück vom Kuchen zu generieren, insbesondere durch:

- Strategischen Einsatz von Sale&Lease-Back-Transaktionen (Voraussetzung ist definierter Exit)
- Maximierung Lease-Incentives durch Prolongation („Quick-Wins“)
- Entwicklung von Multi-Tenant-Standorten mit definiertem Exit
- Optimierung von Steuervorteilen und Kompensationsleistungen gegenüber Stadt und Kommunen bei Standortwahl
- Rückkaufoption am Ende des Mietvertrages zu geringerem Preis

Einerseits kann argumentiert werden, dass diese Potentiale schwer durchsetzbar sind, insbesondere der letzte Punkt. Dennoch:

„Investoren werden sich auf diesen Trend langfristig einlassen.“

Der Kampf der Investoren um Core-Immobilien (hier ist Core im Sinne der Investment-Kategorie gemeint) in Verbindung mit hohem Investitionsbedarf übt kontinuierlich mehr Druck auf die Renditen aus.

Darüber hinaus sind Entscheidungsträger auf Seiten der Investoren nur wenige Jahre in der entsprechenden Position und deren Zielvereinbarung erstreckt sich nicht auf den Zeitraum eines Immobilienlebenszyklus. Das daraus resultierende Kurzzeitgedächtnis lässt das „Spiel“ mit den Investoren zu.

Ferner wird auch aus Gründen der Risikodiversifikation auf Unternehmensimmobilien weiter zugegangen werden müssen (siehe Infobox). Damit stellt sich der wiederkehrende Trend ein, dass angelsächsische Praxis zeitverzögert in Deutschland ebenfalls im-

plementiert wird. Dort sind „Industrial REITs“ mit attraktiven Rendite-Risikoprofil bereits etabliert.

Risiko-Rendite-Profil von Unternehmensimmobilien

Outperformance von Core- durch Corporate-Immobilien (Quelle: IPD)

▪ **Industrieimmobilien weisen über 25 Jahre hinweg auf Cash-Flow-Basis höhere Rendite bei niedrigerer Varianz auf**

▪ **Prime-Locations und Prime-Nutzungsarten (Büro, Appartement) haben im Vergleich höhere Volatilität aufgrund höherem Transaktionsvolumen, Transparenz durch Investorfokus, hoher Mieterfluktuation trotz guter Bonität**

Weitere Optimierung über RE Vehikel

Was traditionell unter Monetarisierung verstanden wird, sind sogenannte „große Lösungen“ in signifikanten Volumen oder die Kapitalmarktlösung über Immobiliengesellschaften | Fonds. Das Argument hierfür lautete oftmals „finanzielle Flexibilität“. Doch Corporates sind für die Idee, trotz aktuell „entspanntem“ Unternehmensumfeld für eine eventuelle Illiquidität in der Zukunft vorzusorgen, regelmäßig nicht empfänglich.

Im Kontext dieses Betrags hingegen dienen RE-Vehikel der weiteren Optimierung der Entry- und Exit-Strategie. Dabei wird die notwendige Infrastruktur geschaffen, um den Anforderungen der Investoren schneller und besser gerecht zu werden und damit den Discount auf Unternehmensimmobilien weiter zu verringern.



Abb. 3: Eingespielte Prozessstandards bei Exit

Je nach Corporate-Strategie kann die Ausgestaltung eines RE-Vehikels unterschiedlich ausfallen. Dies wird unter Abwägung von

- Interessen der Konzernmutter, z.B. Rating, Kreditwürdigkeit ...
- Steuerlichen Effekten
- Vorlaufzeit der Umsetzung
- Gründungskosten und lfd. Aufwand
- Liquidität
- Chancen | Risiken

gestaltet.

„Individual- und Einbringungsfonds lösen das Spannungsfeld der Interessen“

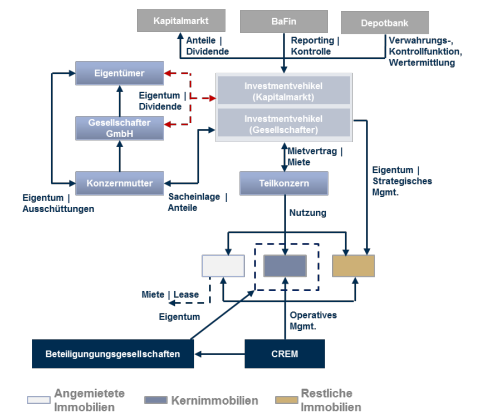


Abb. 4: Projektbeispiel Individualfonds

Voraussetzung sind ca. 50 Mio. Euro Eigenkapital sowie eine Vorlaufzeit von knapp einem halben Jahr für

- Koordination mit Gesellschaftern (Preis, Asset, Zeitpunkt, Dividendenfluss)
- Ansprache und Auswahl Service-KAG
- Auswahl geeigneter Immobilien
- Aufbau Infrastruktur für Entry | Exit (Schnittstellen und Prozesse)

Autoren

Arnd Reifenrath ist Managing Director der TME CONSULTING und Mitglied des Management Boards der TME Associates mit mehr als 14 Jahren Erfahrung in den Bereichen Corporate Real Estate, Asset und Facility Management.

Dr. Ralf Hohenstätt ist Senior Consultant der TME CONSULTING in den Bereichen International Corporate Real Estate Management und Investment Management.

TME Consulting GmbH | Büro München
Giselastraße 12 | 80802 München
www.tme-consulting.com