

## [Новостной деск] Немецкая жилая недвижимость на Санкт-Петербургской бирже: престиж на пороховой бочке

### **\*\*Это не инвестиционные рекомендации\*\***

Написание этого поста вызвано чтением моей почты и тем интересом, которые читатели испытывают к доступным из России (прямо из смартфона с брокерским выходом на биржу в Санкт-Петербурге) инвестициям в немецкую недвижимость. Я устал отвечать "пунктирно", и потому решил написать более обстоятельно свое мнение, причем не только по немецкой недвижимости, но и по европейским инвестициям в целом.

Несколько базовых соображений:

1. Недвижимость как страховка от инфляции и способ генерирования текущего дохода - на уровне принципа - идея хорошая, но очень-очень многое серьезнейшим образом зависит от того, как реализуется эта идея в конкретных активах, и там разброс результатов может быть огромным.
2. Географическая диверсификация недвижимости (как и вложений в любые классы активов) - это хорошо, потому что это - диверсификация рисков. В этом смысле, идея "иметь вложения в недвижимость, приносящую доход и находящуюся ВНЕ России" - это вполне здравая идея.

А сейчас пройдемся по конкретике в плане **Vonovia [SPB:VNA@DE, Xetra:VNA]** и **DEUTSCHE WOHNEN [SPB:DWNI@DE, Xetra:DWNI]** - двух крупных немецких инвестфондов в сфере недвижимости, которые привлекают внимание российских инвесторов по следующим причинам (это мои субъективные догадки):

1. "Немецкость" - Россияне любят все немецкое: автомобили, пиво, часы A. Lange & Söhne и "треники" Adidas - и это далеко не полный список. "Немецкое" = качественное и престижное. Немецкая недвижимость (особенно в виде покупки целой квартиры или дома) - престижна вдвойне среди российских чиновников и бизнесменов, а тут целый "немецкий фонд немецкой недвижимости" прямо в смартфоне.
2. Очень понятная бизнес-модель, которая фактически воспроизводит классическую российскую схему инвестирования "купить квартиру + сдать квартиру", но зато не в условном Воронеже или Москве, а в Германии (см. пункт 1). По сравнению со многими другими европейскими "фондами недвижимости" эта модель очень понятна, а чтение отчетности не вызывает сложности: «вот столько-то квартир, вот столько-то арендной платы».
3. Доступность. Обе бумаги котируются в Санкт-Петербурге, их легко купить, их можно покупать по 1 штуке, а значит, не нужны зарубежные брокерские счета или покупки на 30-50 тысяч евро за один раз, как требуют за внебиржевые сделки с иностранными ценными бумагами некоторые российские банки.
4. Размер. Я уже больше года веду активную переписку с читателями и пришел к выводу, что примерно для 20% принцип "больше = лучше" - едва ли не аксиома, причем важная.

Не поймите неправильно - у крупных компаний есть свои преимущества, но (это редкий случай, когда я буду настаивать на своем взгляде на вещи) преимущества, полученные от размера компании, нужно учитывать в контексте вдумчивой оценки конкретной компании, а не ВМЕСТО такой оценки. Сюда же, кстати, стоит отнести принадлежность к крупным индексам типа Dow 30 (DJIA), DAX30, ММВБ 10, FTSE100 и так далее - причем тут помимо определенных плюсов, бывают еще и минусы - такие компании могут стоять необоснованно дорого, из-за того что в случае роста пассивных инвестиций в индекс, "задираются" цены всех акций, которые в него входят, но бывает и наоборот - распродажа каких-то индексных фондов (было из-за Брекзита с FTSE100) может создать необоснованный дисконт.

И Vonovia и Deutsche Wohnen - это компоненты ведущего немецкого индекса Dax30 и являются (по европейским стандартам) компаниями с высокой рыночной капитализацией.

### **Теперь заметки на полях.**

Для того, чтобы поставить себе пометку о том, что инвестиция в немецкую жилую недвижимость, причем не только через DWIN или VNA, а вообще в принципе - это высокорисковая идея, не требуется узкоспециализированных знаний и каких-то инсайдов, но требуется сделать (и сделать правильно) тот минимальный минимум в плане работы над инвестицией, о котором ваш покорный слуга говорил и на страницах этого проекта, и в интервью, и в отдельном (довольно обстоятельном) видео в архиве: нужно прочитать (весь) годовой отчет обеих компаний.

Deutsche Wohnen пишет жестко и конкретно:

In the financial year 2020, the Berlin rent cap led to a fall of 4.1% in rental income from our overall portfolio to an average rent of EUR 6.70 per m<sup>2</sup>. We continue to be of the view that the Berlin rent cap does nothing at all to ease the strains in the housing market. On the contrary, it actually exacerbates the acute shortage of housing. Yet, the private sector is needed urgently – both to create (new) housing of high quality and for climate protection. A ruling by the Federal Constitutional Court on the constitutionality of the rent cap is expected in the first half of 2021.

*"В финансовом 2020 году берлинское ограничение на уровень арендной платы привело к падению доходов от общего портфеля на 4,1%..."*

Так-так, а что это за ограничение? А что это за судебное разбирательство в немецком конституционном суде по его поводу?

Кстати, стоило посмотреть и в раздел "риски", о которых честно (чтобы потом не засудили инвесторы) пишет менеджмент Vonovia в своем годовом отчете за 2020 год, я беру самый главный, на мой вкус, риск:

The following overview presents the **four main risk categories** of the company in detail:

#### Risks Related to Strategy

Vonovia's strategy is described in the chapter "Fundamental Information About the Group". → p. 46 et seqq. Based on this strategy, the Management Board has not identified any significant or acutely threatening risks, let alone risks that could pose a threat to the company's survival.

Vonovia has set itself an intensity target equating to a roughly 50% reduction in CO<sub>2</sub> emissions in its German

#### Risks Related to Regulatory Environment & Overall Statutory Framework

The statutory provisions setting rent levels are highly relevant to Vonovia's business development. The rent regulation initiatives, for example, give rise to specific risks. The "Act on the Revision of Statutory Provisions on Rent Limitation" passed by the Berlin State Government could have an impact on rent regulation at nationwide level. While this risk would have a very substantial impact on Vonovia, we consider it to be very improbable.

In addition to the risks associated with the statutory require-

Компания признает, что, если берлинский прецедент распространится на национальный уровень, последствия такого решения будут для неё очень серьезными. Менеджмент оценивает такое развитие событий как маловероятное, но к "маловероятности" мы еще вернемся. Кстати, давайте вместе вспомним, как у нас называются маловероятные события с катастрофическими последствиями? Ой-вей, это же (не совсем точное, но более-менее рабочее) определение "черного лебедя". Этот "лебедь" у нас, правда, не совсем "черный", а скорее "темно-серый" (цвета ковида), ибо типология риска известна (для "черного" нужно, чтобы риск был совсем неизвестный/новый), но это будет слабым утешением для его жертв.

Итак, у нас есть кейс города Берлин, в котором местная правящая коалиция ввела не просто ограничения на рост ставок по аренде жилья (которые в Германии в определенной мере и так есть), а прямо жесткую форму rent control - то есть фактического госрегулирования рынка сдачи в аренду жилых помещений с четкой направленностью на нанесение максимального ущерба владельцам недвижимости.

Для Vonovia Берлин - это >10% от портфеля, для DWINI - все совсем плохо, так регион Берлина это >76% от портфеля. На этом месте можно было в процессе изучения вопроса прямо пометить себе что Deutsche Wohnen - это компания, над которой вообще-то висит экзистенциальный риск, а уж вопрос о том будет ли она хорошей "страховкой" от инфляции вообще стоит с остротой самурайского меча.

А теперь краткий практикум насчет оценки политических рисков, и тут я сразу должен подчеркнуть, что я это делаю в том стиле, который никак не сочетается с мейнстримными финансами (потому что я еще и политтехнолог и политпиарщик, а не только деньги считаю).

Вот у нас есть "берлинская проблема" с фактическим запретом на рыночное ценообразование на рынке съемного жилья, и вроде бы должно быть решение немецкого Конституционного суда, в который был подан иск с целью отменить решение местных властей. Ок, решение было принято:

Deutsche Welle, 15 апреля 2021:

*"Верховный суд Германии отменил ограничения на арендную плату в Берлине. Конституционный суд Германии постановил, что введение предельной арендной платы в Берлине нарушает конституцию Германии. [Арендное] ограничение было одним из самых обсуждаемых законов в стране."*

<https://www.dw.com/en/berlin-rent-cap-overturned-by-germanys-top-court/a-57209268>

Так как в современном финансовом мире (включая институциональный уровень) читать дальше заголовков не принято, то котировки VNA и DWINI начали расти, а инвестбанкиры начали усиленно вlepлять им позитивные рейтинги и увеличение "целевых" цен. Всё хорошо, проблема решена и все танцуют? На самом деле нет, потому что для того, чтобы не рвать на голове волосы потом, нужно немного вникнуть сейчас.

Если прочитать суть решения высшей немецкой судебной инстанции, то что мы видим в мотивационной части?

Politico, 15 апреля 2021:

*"В четверг долгожданным решением суд постановил, что **правительство земли Берлин не имело права применять свои собственные правила, учитывая существование федерального закона, регулирующего арендную плату.** (Верхний предел арендной платы в Берлине пошел дальше, чем федеральный «тормоз арендной платы», который позволяет арендодателям повышать арендную плату максимум на 10 процентов по сравнению с сопоставимыми местными ценами на аренду.)" [прим. Кримсон: "берлинское ограничение" не только блокировало рост аренды, но и в некоторых случаях заставляло арендодателей СНИЖАТЬ арендную плату].*

<https://www.politico.eu/article/court-strikes-down-berlin-rent-cap/>

Суд не отменил берлинское ограничение из соображений, связанных со свободным рынком или правом распоряжаться имуществом, а отменил "берлинское ограничение" по техническим причинам — мол, федеральное регулирование уже есть.

А теперь копнем чуть глубже и зададимся очевидным вопросом: а кто вот эту всю историю в Берлине вводил, и какие у них дальше планы по этому безусловно важному социально-политическому вопросу?

"Берлинское ограничение" вводила коалиция "левых" партий, которая рулит на региональном уровне (так называемая "красно-зелено-красная" коалиция) - Die Linke, Социал-демократическая партия Германии и "Зеленые" (да, те самые, которые сидят на поводке Демократической партии США и мечтают остановить "Северный поток 2").

Сейчас вынесем за скобки позиции Die Linke и Социал-демократов (они такие же, но имеют меньше значения), а посмотрим на позицию "Зеленых":

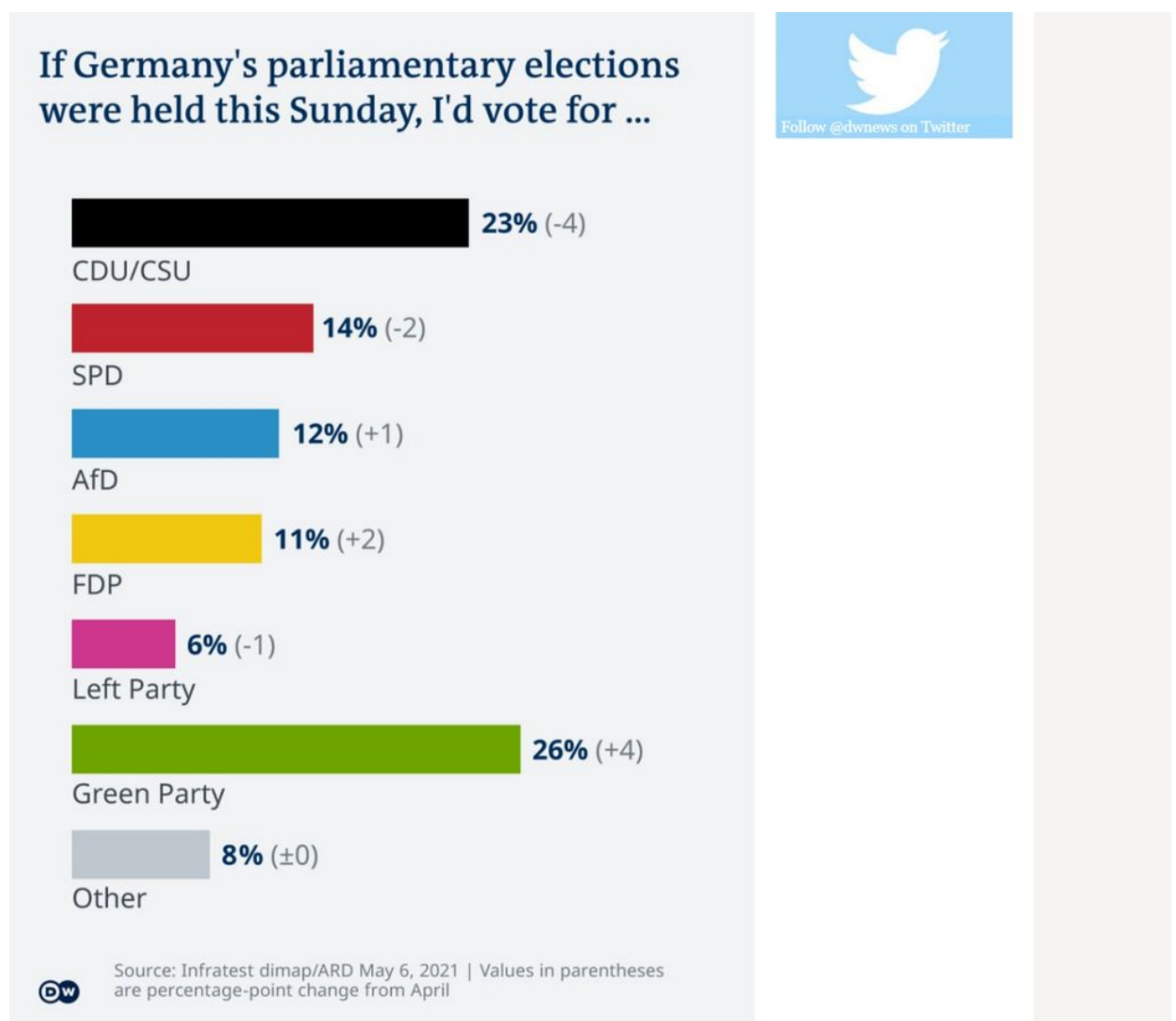
Fortune, 15 апреля:

"Зеленые, которые также входят в правящую коалицию в Берлине, также призвали к **реформе закона об аренде на федеральном уровне.**"

<https://fortune.com/2021/04/15/germanys-top-court-ends-berlins-rent-freeze-experiment/>

Прекрасно, то есть они хотят превратить проблему из региональной (берлинской) катастрофы в общенациональную катастрофу для владельцев недвижимости. Если нельзя вводить драконовские (и, кстати, нифига не решающие проблему в плане доступности жилья) ограничения на уровне отдельных "земель" ("ландов"), значит ненавидящие бизнес и любящие популизм политики, будут вводить ограничения сразу на федеральном уровне.

В Германии, кстати, намечаются парламентские выборы скоро. Буквально в сентябре. А как там обстоят дела у "Зеленых" в опросах общественного мнения? Вот так:



Это свежий опрос ARD. Видите "зеленый столбик"? Вот это "зеленые", которые отождествили избирателей и партии Меркель и у других политических сил. "Зеленые" - лидеры по опросам общественного мнения, и есть даже риск, что следующий

канцлер будет из "Зеленых". Нельзя даже исключать варианта, что на федеральном уровне (это не самый вероятный сценарий, но тоже возможный) будет получена "копия" той самой красно-зелено-красной коалиции, которая работает в Берлине. Даже если не будет этого (абсолютно катастрофического для немецкой экономики) сценария, то "Зеленые" в роли важного (или даже ведущего) члена правительственной коалиции (в любом ее формате) - это колоссальная угроза введения на федеральном уровне всего того антиинвесторского ужаса, который они практиковали в Берлине.

Из моих инвестиций в Южную Америку (и поверьте, сейчас едва ли не весь мир — это одна большая Южная Америка с левыми популистами, которые периодически дорываются до власти с катастрофическими последствиями для экономики) я вынес важный урок, который можно сформулировать так → вероятность того, что власти "задавят" какой-то конкретный бизнес (или какой-то сегмент частного бизнеса в экономике) определяется всего двумя факторами:

1. Насколько значимым будет социальное одобрение от этого действия. Важно: реальный экономический эффект на население практически не имеет значения, он может быть даже отрицательным - как в России с "льготной ипотекой" - а имеет значение только имиджевая компонента, то есть чтобы политики чувствовали, что за убийство или нанесение травм конкретному бизнесу или конкретному сектору частной экономики значимый процент населения будет политиков хвалить как "борцов за народное счастье".

2. Насколько быстро наступают крайне негативные экономические последствия действий по удушению (национализации) конкретного сегмента частного бизнеса. Например, идея о том, чтобы «экспроприировать» или "душить" высокотехнологичное производство, ориентированное на экспорт редко приходит даже в самые отмороженные социализмом мозги политиков, которые примерно догадываются, что поступлений в бюджет резко станет меньше, безработных - больше, и вообще удовольствия никакого.

Если посмотреть через эту призму на политические риски Vonovia и Deutsche Wohnen, то их ситуация абсолютно отвратительна, и каждые немецкие выборы для них будут превращаться в "русскую рулетку", проигрыш в которой просто "вышибет мозги" обеим компаниям.

1. Тема "экспроприировать инвестиционную недвижимость" и "заморозить арендную плату" — невероятно популярная и, независимо от негативных последствий введения таких законодательных ограничений, любая немецкая (разве что за исключением FDP) партия будет постоянно иметь соблазн заработать популистские очки через "наказание" арендодателей, начиная от рядовых владельцев инвестиционной недвижимости (думаю, иностранцев-инвесторов- "физиков" будут мочить с особым удовольствием) и заканчивая специализированными фондами.

2. Негативные эффекты, такие как снижение строительства жилых домов (ибо нафиг это делать в таких регуляторных условиях, которые еще и ухудшиться могут) и общее бегство капитала (из-за повышения "регуляторных рисков" в целом по экономике) - они проявляются не сразу, а их последствия не сразу заметны политикам, и вообще не заметны для "рядового электората", который занят только мыслями о том как круто что этих "сволочей арендодателей" наконец-то прижали к ногтю и "жаль, что не поставили к стенке".

Это худшая из возможных комбинаций. Даже условный **Aroundtown [Xetra: AT1]** - с его 51% портфеля в офисной недвижимости (у которой будут свои проблемы из-за тренда на работу из дома в эпоху пост-ковида) не имеет таких рисков, просто в силу того, что политик, который гильотинирует на потеху толпе этот бизнес, вряд ли получит большой общественный восторг - электорату пофиг, сколько стоит аренда офисов.

Аналогично под предлогом борьбы за все хорошее (начиная от прав рабочих и заканчивая экологией) условные "зеленые" могут (в теории) гильотинировать условный BASF - но это бесполезно с точки зрения пиара (принудительное снижение цен на химическую продукцию - так себе заголовок для победной релизации в СМИ), и быстро навредит бюджету, из которого политики раздают пособия и гранты мигрантам, ЛГБТ-активистам, эко-активистам, а также платят себе зарплату и занимаются "покупкой голосов". А вот дома, которые Vonovia и Deutsche Wohnen уже приобрели или построили за свои (кредитные) деньги и сдают - они же никуда не исчезнут, плакать по снижению инвестиций в строительство - мало кто будет, а арендодателей ненавидит широкий срез электората — это идеальные объекты для политической экзекуции.

**Хочу подчеркнуть красным важную вещь: это не означает, что инвестировать в страны, в которых есть такие политические риски - нельзя. Нет, можно и нужно, как минимум ради географической диверсификации, а во-вторых хрен вы на планете сейчас найдете страну, в которой аналогичных рисков совсем бы не было.**

Кстати, парадоксальным образом сейчас риски такого рода в Китае, Гонконге, Японии, России или Индии - НИЖЕ, чем в Германии, Франции, Канаде или США. Да, в такое время живем: у нас во многих странах западного мира подросло несколько поколений профессиональных политиков, которым идея Госплана и национализации вообще всего - нравится очень и очень сильно, причем не надо думать, что это вопрос социальной справедливости, ибо это исключительно проявление вполне естественного желания "номенклатуры" (зачастую эдакой "потомственной политической аристократии") распространить свою чиновничью власть на экономику в целом и особенно на "центры генерирования прибыли", отжав их у "аристократии денег".

Если смотреть на ситуацию с высоты исторического многовекового опыта держателей капиталов, то не происходит ничего нового: политики (будь то императоры, короли, премьеры, диктаторы или генсеки) неизбежно, на фоне экономического прогресса, периодически приходили к идее "отнять и поделить"

капитал местных производителей, купцов и прочих "паразитов", а в ответ капитал (в самых разных формах, начиная от человеческой и заканчивая монетарной) сбегал куда-нибудь (не буду указывать на банальные примеры начала даже XX века). А потом историки долго спорят на вечные темы (а) "а чегой-то после Социальных Реформ Великого Лидера процветающей империи, она внезапно загнулась?" и (б) "а чегой-то в какой-то провинциальной и непримечательной области на задворках цивилизованного мира внезапно начался рост?"

К этому неизбежному политическому циклу (тем более, если вы находитесь в России, которая **пока** вроде бы на его правильной стороне) надо относиться спокойно - "и это пройдет".

Другое дело, что за инвестиции с южноамериканским уровнем политического риска (а требования и, местами, стилистика многих западных политиков мало чем отличаются от южноамериканских "социалистус вульгарис") желательно все-таки получать "южноамериканскую доходность". Я не настаиваю, конечно, но мне представляется, что это вполне логичное требование.

Я тут посмотрел, и доходность по Vonovia хоть и лучше, чем у Deutsche Wohnen, но все равно ниже 4%, даже если заложить в нее оптимистичный рост выплат по сравнению с 2020. Стоит ли эта доходность тех политических рисков, которые вы на себя возьмете? Решать вам.

И последнее. Текст был написан для того чтобы у вас, может быть, появились две полезные привычки:

1. Читать (вдумчиво) отчеты компаний, которые вас интересуют, причем читать НЕ ТОЛЬКО бухгалтерскую часть! Редкая компания может быть адекватно описана суммой таблиц бухгалтерской отчетности. Чтение комментариев менеджмента и анализ рисков и возможностей (хотя бы тех, которые сам менеджмент видит) — это невероятно полезное с финансовой точки зрения занятие.

2. Проверять каждую инвестицию, причем независимо от страны, на предмет политической уязвимости по "политическим факторам Кримсона" (тех двух, которые я обозначил выше) - это очень полезный инструмент риск-менеджмента, который позволит избежать огромного количества неприятных сюрпризов в портфеле.

Желаю всем приятных выходных и удачных инвестиций!

---

**\*Данный документ не является инвестиционной рекомендацией\***

**\*Данный документ не является личной инвестиционной рекомендацией\***

**\*Данный документ не является предложением по покупке или продаже финансовых инструментов или услуг\***