



Dr. Tobias Just

Deutsche Wohnungen: Warum sie bei internationalen Investoren so begehrt sind

Der Markt für deutsche Wohnimmobilien hat sich in den letzten Jahren belebt. Ausländische Investoren haben diese Anlageklasse zunehmend für sich entdeckt und kaufen große Wohnportfolios der öffentlichen Hand sowie von privaten Unternehmen. Allein die größten Transaktionen in den Jahren 2004 und 2005 ergeben insgesamt 550.000 deutsche Wohnimmobilien im Gesamtwert von rd. EUR 25 Mrd. Der Verkauf der WOBA in Dresden mit nahezu 50.000 Wohneinheiten im März 2006 scheint hierbei keineswegs der Schlussakt zu sein. Offensichtlich kommen derzeit Kaufs- und Verkaufsinteressen sehr gut zusammen.

Der vorliegende Text beschreibt den Umfang der neuen Entwicklung auf dem deutschen Wohnungsmarkt und analysiert die Motivation der Investoren, um daraus die Folgen für den deutschen Wohnungsmarkt ableiten zu können.

Einführung: Sehr lebhafter Markt¹

Die Transaktionen sind ordnungspolitisch sinnvoll, denn grundsätzlich sind Märkte eher in der Lage, das Konsumgut Wohnen effizient bereitzustellen als staatliche Institutionen. Der Staat hat nur dann die Pflicht, in den Marktprozess einzugreifen, wenn klar definierte Verteilungsziele erreicht werden sollen. Dies ist dann jedoch ein politisches, kein ökonomisches Anliegen. Daher muss der Staat auch dann prüfen, wie er seine Verteilungsziele möglichst ökonomisch erreichen kann. Dafür ist es in der Regel nicht erforderlich, selber Wohnungsbestände vorzuhalten und zu bewirtschaften. Die Verteilungsziele lassen sich sehr häufig durch Marktteilnahme und Sicherung von Sozialstandards und/oder Belegungsrechten kostengünstiger erzielen als durch eigene staatliche Wohnungsbestände (vgl. dazu Eekhoff: 2002). Das kommt dann z. B. im deutschen Mietrecht sowie in den zahlreichen Sozialklauseln bei Verkäufen zum Ausdruck.

In den letzten Jahren haben zwar Bundes- und Landesbehörden bereits umfangreiche Wohnungsbestände veräußert, in den Händen der Kommunen befinden sich aber selbst nach den letzten Transaktionen noch gut 2,5 Mio. Wohneinheiten. Das entspricht

sieben Prozent des gesamten deutschen Wohnungsbestands, bzw. gut 14 Prozent des gesamten Angebots an Mietwohnungen.

Darüber hinaus besitzen einige Unternehmen noch zahlreiche Mietwohnungen. Für diese Unternehmen könnte ein Verkauf von Wohnungen sinnvoll sein, denn es würde ihnen erlauben, sich auf wenige und klar umgrenzte Kerntätigkeiten zu konzentrieren. Wohnungen im Portfolio eines Mischkonzerns können zwar einen Diversifizierungsvorteil bringen, dieser hat jedoch einen hohen Preis. Denn die Transaktionskosten in Mischkonzernen nehmen zu, und die Kommunikation mit Investoren wird schwieriger, da die Unternehmensstrategie vielschichtiger wird. Daher belohnt der Kapitalmarkt (häufig) die Konzentration auf Kerntätigkeiten. Das führt heute dazu, dass viele Privatunternehmen bereit sind, sich von ihren Wohnungsportfolios zu trennen.

Die öffentliche Hand hingegen versucht sehr häufig, ökonomische und politische Ziele mit einem Instrument zu verfolgen. Es gibt also neben der wirtschaftlichen quasi auch noch eine politische Rendite. Es geht nicht nur um hohe Einnahmen für den Haushalt, sondern auch um Zufriedenheit der Wähler, wobei dies gemäß Verteilungsziel nicht das Wahlvolk insgesamt ist, sondern in der Regel nur ein Teil davon. Das politische und das ökonomische Ziel stehen häufig in einer Konkurrenzbeziehung, sodass öffentliche Unternehmen in vielen Fällen geringere ökonomische Erträge erwirtschaften als Privatunternehmen. In einer Welt knapper Ressourcen impliziert dies die Entscheidung zwischen vermehrter Aktivität auf dem Wohnungsmarkt und anderen Engagements der öffentlichen Hand, denn der Verkauf gibt der Kommune natürlich finanzielle Handlungsmöglichkeiten.

Gute Gründe für den Kauf

Für die Verkäufer ist der Zeitpunkt zum Verkauf günstig, denn angelsächsische Private Equity und Opportunity Funds sind noch immer stark an deutschen Wohnungen interessiert. Skeptiker bezweifeln, dass in den deutschen Wohnungsportfolios ausreichende Renditechancen liegen und verweisen auf das dürftige Wirtschaftswachstum in Deutschland, das seit zehn Jahren unterhalb des europäischen Durchschnittswertes liegt. Da die verfügbaren Einkommen in Deutschland inflationsbereinigt in den letzten Jahren kaum gestiegen sind und die Arbeitslosigkeit in Deutschland noch immer sehr hoch ist, halten sich viele private Haus- und Wohnungskäufer zurück. Folgerichtig waren die Prei-

¹ Dieser Beitrag basiert auf einer Studie von Deutsche Bank Research: Just, Tobias, Reuther, Samuel (2005): Wohnungsportfolios in Deutschland: Weitere Verkäufe programmiert, in: Aktuelle Themen 321, Deutsche Bank Research. Die Studie kann unter www.dbresearch.de kostenlos heruntergeladen werden.



Ausgewählte Wohnungsportfolio-Transaktionen 2004 bis heute

Datum	Ziel	Käufer	Einheiten	Kaufpreis (Mio. EUR)	Ø Kaufpreis (EUR)
Mär 06	WOBA Dresden	Fortress	47.600	1.750	36.800
Nov 05	Baubecon	Cerberus	22.850	1.000	43.764
Jul. 05	NILEG	Fortress	30.000	1.500	50.000
Mai 05	Viterra	Deutsche Annington	138.000	7.000	50.725
März 05	Peabody	GE Capital Real Estate	6.000		
März 05	GEHAG (HSH Nordbank)	Oaktree Capital Management	18.000	1.000	55.556
Dez. 04	DAL	Babcock & Brown	13.500		
Dez. 04	RWE	Deutsche Annington Immobilien GmbH	4.500	225	50.000
Dez. 04	Thyssen Krupp AG	Morgan Stanley / Corpus	48.000	2.100	43.750
Dez. 04	Jade GmbH (Dt. Bank)	Cerberus	8.209		
Dez. 04	WCM	Blackstone Group	31.000	1.390	44.832
Jul. 04	Bundesversicherungsanstalt für Angestellte (GAGFAH)	Fortress	82.000	3.495	42.618
Mai 04	Land Berlin (GSW)	Cerberus / Goldman Sachs	65.700	2.105	32.040
Jan. 04	Viterra	KGAL / Mira Grundstücksgesellschaft	27.000	550	20.370

Abb. 1: Quelle: Pressemitteilungen, Zusammenstellung Deutsche Bank

se für Eigenheime sowie Eigentumswohnungen in den letzten Jahren unter Druck: Die deutschen Durchschnittspreise für Bestandswohnungen gingen in neun von zehn Jahren zurück, die Preise für Neubauwohnungen in sechs von zehn Jahren (vgl. Abb. 2). Im Mittel kostet eine Eigentumswohnung in Deutschland heute nicht mehr als 1992; ein Ein- oder Zweifamilienhaus nicht mehr als 1993. Zwar lohnt – wie immer bei Immobilien-

marktanalysen – die regionale Differenzierung, denn die Mittelwerte verwischen die wichtigen Sonderentwicklungen. Jedoch stagnierten zuletzt die Preise für Wohnungen selbst in den westdeutschen Ballungsräumen wie München oder Stuttgart; teilweise gaben sie sogar nach.

Wohnungen sind finanzierbar

Die stabilen Wohnungspreise bedeuten auch, dass die Immobilien in Deutschland in den letzten zehn Jahren erschwinglicher geworden sind, denn die verfügbaren Einkommen sind in dieser Zeit natürlich (nominal) gestiegen. Berücksichtigt man darüber hinaus die gesunkenen Hypothekenzinsen, lässt sich ein einfacher Erschwinglichkeitsindex konstruieren. Dieser setzt Hypothekenzahlungen in Relation zum verfügbaren Einkommen.² Ein sinkender Index bedeutet dann also, dass es für Haushalte leichter geworden ist, eine Immobilie zu finanzieren. Für Westdeutschland liegt dieser Index 2005 deutlich unterhalb des Niveaus der letzten Jahre (vgl. Abb. 3). Dies heißt zwar noch nicht, dass die Immobilien in demselben Maß unterbewertet sind und dass jeder jetzt unbedingt kaufen sollte. Der Indexwert zeigt aber an, dass es heute erheblich einfacher ist als vor zehn Jahren, eine Immobilie zu finanzieren. Für alle diejenigen, die überlegen, eine Immobilie zu erwerben, folgt daraus also, dass der Zeitpunkt aus Finanzierungsgründen noch nie günstiger war. Diese Überlegung ist sehr wichtig für Investoren, die Woh-

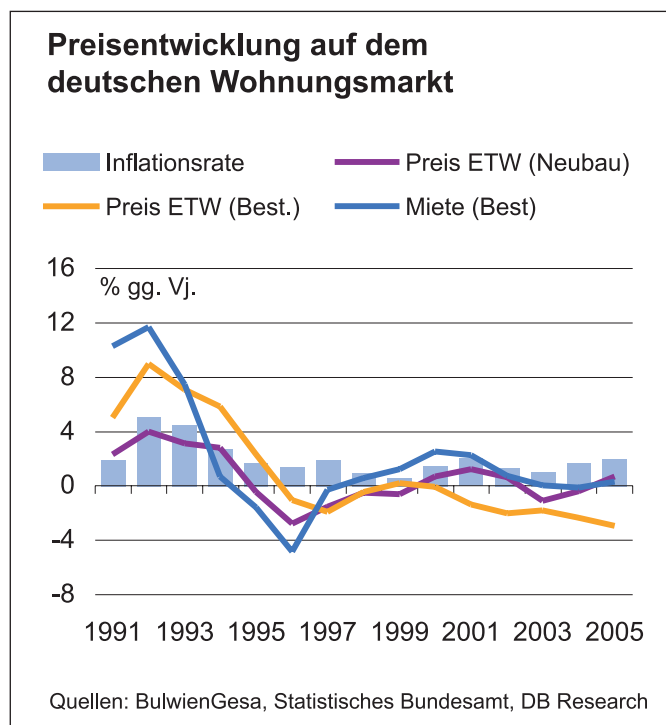


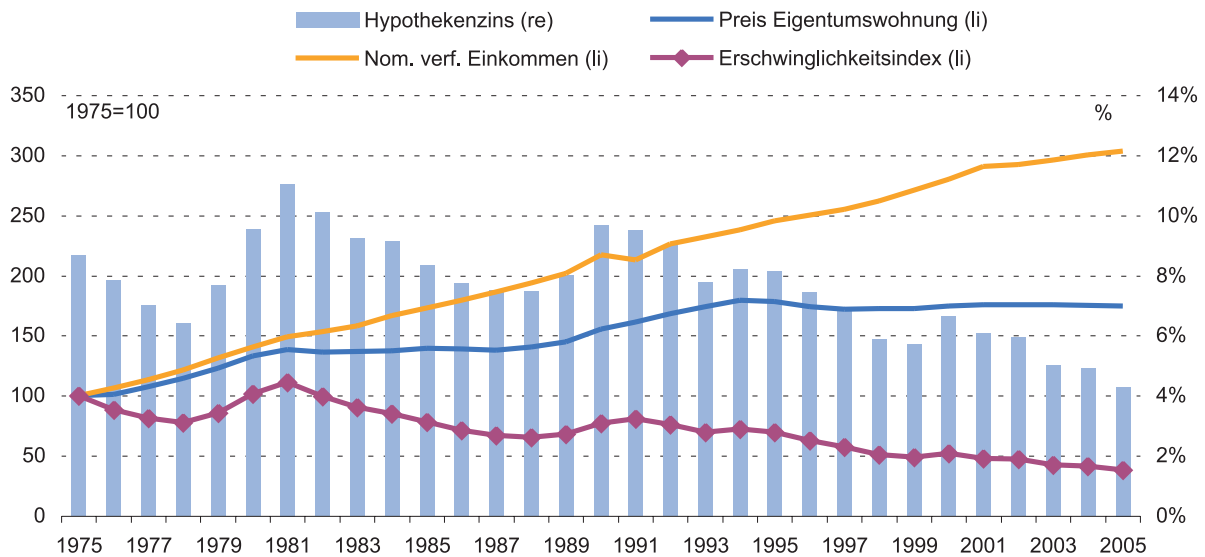
Abb. 2

² Hierbei wurde eine Vollfinanzierung der Immobilie unterstellt sowie eine Hypothek mit 25-jähriger Laufzeit. Als Wohnungspreis wurde der Mittelwert für Neubauwohnungen in 49 westdeutschen Städten verwendet.



Erschwinglichkeitsindex

- Hypothekenzahlungen in Relation zum verfügbaren Einkommen pro Kopf -



Quellen: BulwienGesa, EZB, DB Research

Der Erschwinglichkeitsindex errechnet sich als durchschnittliche Hypothekenzahlung für eine mittlere Eigentumswohnung (80 m²).

Die Basis sind 49 westdeutsche Städte.

Die Laufzeit der Hypothek wird auf 25 Jahre angenommen und in Relation zum verfügbaren Pro-Kopf-Einkommen in Deutschland gesetzt.

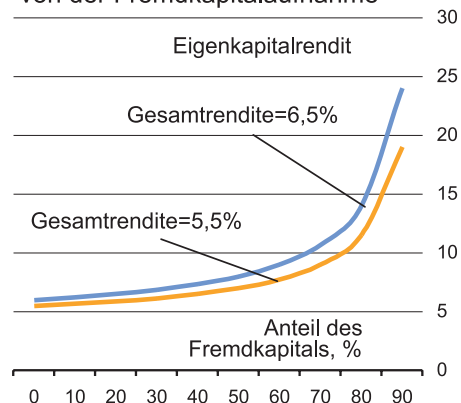
Abb. 3

nungsportfolios erwerben, denn häufig planen sie, umfangreiche Wohnungsbestände an die Mieter zu privatisieren. Damit diese Strategie aufgeht, muss der Erwerb für die Mieter finanzierbar sein.

Für die Investoren ist der starke Rückgang der langfristigen Zinsen v. a. für ihre Refinanzierung wichtig. Sie können nun den so genannten Leverage-Effekt nutzen, der immer dann einen interessanten Hebel erlaubt, wenn die Gesamtrendite einer Investition über den Fremdkapitalzinsen liegt (vgl. Abb. 4). Angenommen, ein Wohnungsportfolio erwirtschaftet eine Gesamtkapitalrendite von 5,5 Prozent (z. B. stabile Mietrendite ohne Wertzuwächse) und der Investor kann sich zu 4 Prozent refinanzieren, so kann aus den laufenden Mieten das Fremdkapital bedient werden, und es bleiben 1,5 Prozentpunkte zum Bedienen der Eigenkapitalgeber. Derzeit werden viele Transaktionen mit 10 Prozent Eigenkapital und 90 Prozent Fremdkapital finanziert. Mit den obigen Beispielzinssätzen könnte der Käufer also bereits eine Eigenkapitalrendite von 19 Prozent erwirtschaften, ohne dass eine einzige immobilienwirtschaftliche Maßnahme getroffen werden müsste (die Gesamtimmobilienrendite bleibt bei 5,5 %). Dies gilt freilich nur unter der Annahme, dass die Zinsen innerhalb des Planungszeitraums des Investors nicht unerwartet stark steigen.

Der Leverage-Effekt

- Eigenkapitalrentabilität in Abhängigkeit von der Fremdkapitalaufnahme -



$$r_E = r + \frac{r \cdot F - r_F \cdot F}{E}$$

r_E = Eigenkapitalrendite
 r = Gesamtkapitalrendite
 r_F = Fremdkapitalzinsen
 F = Fremdkapitalanteil
 E = Eigenkapitalanteil

Die Fremdkapitalzinsen wurden mit 4% angesetzt.

Quelle: DB Research

Abb. 4

Kein Angebotsdruck zu erwarten

Neben den günstigen Finanzierungsbedingungen sprechen jedoch auch immobilienwirtschaftliche Gründe für das Engagement. So sind die Fertigstellungszahlen im deutschen Mehrfamilienhausbau in den letzten Jahren deutlich zurückgegangen. In den Jahren 2003 bis 2005 sind pro Jahr nur knapp 70.000 Wohneinheiten in Mehrfamilienhäusern fertig geworden; in den Spitzenjahren 1994 bis

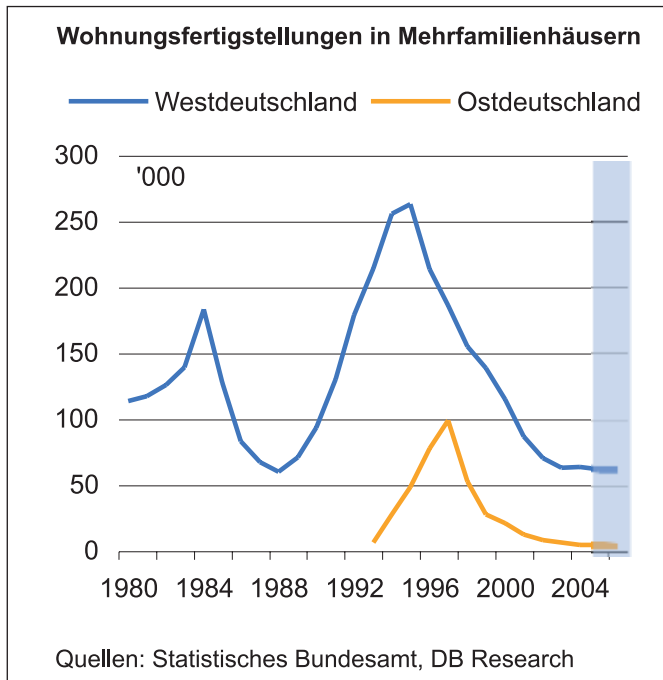


Abb. 5

1996 wurden pro Jahr fast 300.000 Wohneinheiten in Mehrfamilienhäusern fertig. Für 2006 und 2007 ist keine Trendwende bei den Fertigstellungen von Wohnungen in Mehrfamilienhäusern zu erwarten (vgl. Abb. 5).

Nun eignet sich 1995 zwar nicht besonders gut als Maßstab, da die Nachfrage in Westdeutschland damals durch Zuzüge aus den neuen Bundesländern sowie aus Osteuropa stark erhöht wurde. Dennoch dürfte das heutige Fertigstellungsvolumen unterhalb des mittelfristigen Neubaubedarfs liegen, v. a. in den Ballungsgebieten. Sobald die Konjunktur nachhaltig anspringt und die Sorgen um den eigenen Arbeitsplatz kleiner werden, wird es in den Ballungsräumen zu Knappheiten und folglich zu steigenden Mieten und Preisen kommen.

Effizienzpotenziale in Portfolios erhofft

Unternehmen der öffentlichen Hand haben weniger Motivation, effizient zu wirtschaften als private Unternehmen. Erstens fehlen die ökonomischen Anreize für Management und Mitarbeiter, um Effizienzpotenziale zu heben. Zweitens bedeutet die öffentliche Wohnungsversorgung einen Realtransfer an eine Minderheit. Diese Form der impliziten Subventionierung soll – wie die meisten Subventionen – die politische Gunst dieser Minderheit sichern, ohne die Missgunst der finanzierenden Mehrheit zu wecken. Daher erweisen sich die meisten Subventionen als sehr resistent gegen die ökonomischen Gesetze.

Bei einem Verkauf an einen privatwirtschaftlichen Investor entfällt diese politische „Subventionsrendite“. Private Investoren werden also Mieten dort erhöhen, wo es der Markt zulässt. Das Mietrecht sowie die teilweise umfangreichen Sozialkataloge gewährleisten allerdings, dass die Anpassung innerhalb der recht-

lichen und politisch vertretbaren Grenzen verbleibt. Gleichzeitig werden Investoren bemüht sein, die Kosten zu reduzieren. Diese Effizienzsteigerung wird auf Märkten zwischen Anbietern und Nachfragern geteilt. Sie wirkt also tendenziell mietenkend! Darüber hinaus werden private Wohnungsgesellschaften bemüht sein, ihre Leerstandsquoten möglichst gering zu halten. Daher ist die Sorge vor Luxussanierungen oder mangelnden Investitionen im Bestand in den allermeisten Fällen unbegründet, denn mit beiden Strategien würde der Investor riskieren, Mieter zu verlieren. Das Geschäftsmodell beruht aber gerade auf sehr stabilen Mietzuflüssen.

Übertreibungen im Ausland

Um das große Interesse von ausländischen Investoren zu verstehen, ist es schließlich wichtig, die internationalen Alternativen zu kennen. In den meisten Ländern der westlichen Welt sind die Hauspreise sehr stark gestiegen. In Großbritannien, Irland, Australien, Spanien und den Niederlanden kostet ein durchschnittliches Haus heute mehr als doppelt so viel wie in den späten 1990er Jahren. In den USA, Frankreich, Italien und den skandinavischen Ländern verlief diese Rallye nur wenig langsamer. Die Mieten sind in der Regel nicht so stark gestiegen, sodass die Mietrendite abnahm. Gleichzeitig liegt die Eigenheimquote in den USA, UK oder Spanien deutlich über der deutschen. Der Mietmarkt ist also nicht so groß und liquide wie jener in Deutschland. Mittlerweile sprechen die meisten Marktbeobachter von Überhitzungen in vielen dieser Märkte. Preiskorrekturen nach unten sind in den letzten Jahren also immer wahrscheinlicher geworden. Dann konzentriert sich das Anlageinteresse jedoch auf die wenigen Märkte mit stabilen Preisen, denn die fehlende Dynamik in Deutschland ist gleichsam eine Versicherung gegen das Risiko eines Immobilien-Crashes (vgl. Abb. 6).

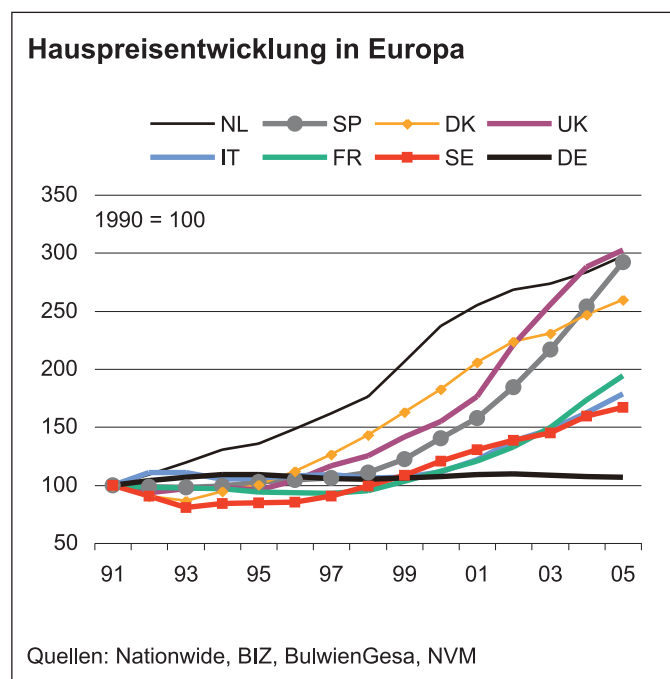


Abb. 6



Kein risikoloses Investment

Dennoch ist es wichtig, dass Investoren die Besonderheiten des deutschen Immobilienmarktes im Auge behalten: Dazu zählen die großen regionalen Unterschiede, die sich in den kommenden Jahren eher verstärken als nivellieren werden, ebenso wie die steigenden Preise für Portfolios und das strenge deutsche Mietrecht. Auch die politischen Sensibilitäten sollten ernst genommen werden.

Langfristig belastet die demographische Entwicklung

Die demographischen Trends haben vor 35 Jahren begonnen und sind mittlerweile allenfalls in der sehr langen Frist aufzuhalten. Die Geburtenrate in Deutschland liegt seit den frühen 1970er Jahren mit knapp 1,4 Kindern pro Frau deutlich unter dem Selbsterhaltungsniveau einer Volkswirtschaft von rd. 2,1 Kindern je Frau. In den letzten Jahren wanderten noch hinreichend viele Menschen nach Deutschland zu, sodass das Geburtendefizit ausgeglichen werden konnte. Dies wird in Zukunft immer schwerer, denn das Geburtendefizit wächst stetig. Bereits in den letzten drei Jahren nahm die Zahl der Einwohner in Deutschland leicht ab. In seiner mittleren Variante ermittelt das Statistische Bundesamt, dass bei steigender Lebenserwartung und anhaltend hoher Zuwanderung von 200.000 Personen netto pro Jahr die Zahl der Einwohner in Deutschland ab 2012 beschleunigt zu sinken beginnt (Statistisches Bundesamt, 2003). Zur Mitte des Jahrhunderts werden dann rd. zehn Prozent weniger Menschen in Deutschland leben als heute. Gleichzeitig nimmt das Durchschnittsalter in Deutschland deutlich zu, denn einer schrumpfenden Zahl junger Menschen steht eine wachsende Zahl Älterer gegenüber. Heute sind rd. 16 Prozent der Einwohner älter als 65 Jahre. Dieser Anteil wird sich in den nächsten 40 Jahren nahezu verdoppeln. Beide Aspekte des demographischen Wandels haben umfangreiche Auswirkungen auf die Nachfrage nach Wohnraum.

Erstens hängt die Nachfrage nach Wohnraum nur indirekt von der Zahl der Einwohner ab; ausschlaggebend ist die Zahl der Haushalte. In einer alternden Gesellschaft sinkt die durchschnittliche Haushaltsgröße, da die meisten Seniorenhaushalte aus maximal zwei Personen bestehen. Für 2004 wies die offizielle Statistik 39,1 Mio. private Haushalte aus. Das sind 178.000 mehr als im Jahr zuvor. Während die Zahl der Einwohner also bereits rückläufig war, stieg die Zahl der Haushalte weiter an. Allerdings zeigt sich auch bei dieser Größe bereits die demographische Entwicklung; das Wachstum der Haushaltszahlen hat sich in den letzten Jahren spürbar abgeschwächt. Insgesamt ist damit zu rechnen, dass die Zahl der Haushalte noch bis zum Jahr 2020 auf über 41 Mio. zunehmen wird. Erst im Laufe der dritten Dekade wird auch die Zahl der Haushalte abnehmen, sodass 2050 etwa sieben Prozent weniger Haushalte bestehen als auf dem Höchststand 2020 (Just, 2003).

Zweitens dürfte die Wohnfläche pro Kopf auch in den kommenden Jahren weiter zunehmen. Heute verfügt jeder Einwohner in Deutschland über 40,7 qm Wohnfläche (41,2 qm in Westdeutschland und 38 qm in Ostdeutschland). Seit 1989 nahm die Flächenversorgung in den alten Bundesländern um 4,5 qm und in den neuen Bundesländern sogar um 10,5 qm zu.

Allerdings verlaufen die demographischen Trends regional sehr unterschiedlich. Wirtschaftsschwache Regionen verlieren gerade die jungen, mobilen Menschen an prosperierende Regionen. Während die Fortzugsregionen also sehr stark unter der demographischen Last leiden werden, dürften die Zuzugsregionen noch Jahrzehnte zumindest stabile Bevölkerungszahlen aufweisen können.

Preise für Wohnungsportfolios steigen

Potenzielle Verkäufer sollten beachten, dass das Gelegenheitsfenster nicht unbegrenzt offen bleibt; Abwarten hat einen Preis. Noch sind einige Investoren willens, Aufschläge für den Zugang zum deutschen Markt über ein großes Portfolio zu bezahlen. Es werden dann nicht nur die Immobilien, sondern auch die Plattformen für zukünftige Engagements gekauft. Im Laufe der letzten Bietergefechte sind die vereinbarten Quadratmeterpreise sukzessiv gestiegen. Die noch niedrigen Zinsen begünstigen dies. Die Entwicklung kann sich in den nächsten Jahren allerdings nicht ewig fortsetzen, denn die wichtigsten Preistreiber dürften in den nächsten Jahren ihre Schubkraft verlieren. Die Zinsen werden moderat steigen, und die wichtigsten Plattformen sind unterdessen etabliert. Die Zahlungsbereitschaft wird dann wieder abnehmen.

Wohnungen sind kein Gut wie Autos oder Schuhe

Das Gut Wohnen hat für die Politik in der Vergangenheit eine sehr große Rolle gespielt. Unzufriedenheit der Mieter fällt dann nicht nur auf die Unternehmen, sondern auch auf die Politik zurück und könnte dann künftig mögliche Transaktionen erschweren. Wenn deutsche Kommunalpolitiker fürchten müssen, Wähler zu verlieren, wird ihre Bereitschaft zum Verkauf von Wohnungen sinken.

Im Jahr 2005 sorgte der heutige Vizekanzler Franz Müntefering mit seinem schon berühmten Heuschreckenvergleich, mit dem er einige international tätige Investoren bedachte, für Schlagzeilen. Zwar hat sich die Diskussion über Heuschrecken etwas abgekühlt, erkaltet ist sie jedoch keineswegs. Im Koalitionsvertrag von CDU, CSU und SPD ist sogar ausdrücklich auf die Internationalisierung in der Wohnungswirtschaft hingewiesen worden: „Wir werden die Internationalisierung der Wohnungswirtschaft hinsichtlich der damit verbundenen sozialen, städtebaulichen und bauwirtschaftlichen Auswirkungen sorgfältig analysieren.“ (CDU, CSU und SPD, 2005, Abschnitt B I, 6.10). Diese



Baukasten für Modelle in der Wohnungsprivatisierung

Operative Pläne	Mieterprivatisierung	Aktives Management	Neupositionierung
	Direktverkauf an Mieter - relativ hohe Renditen Aber: Begrenzte Marktgröße, und das Restantenproblem senkt Portfoliowert	Erhöhen der Effizienz - Ertragsmanagement (Leerstände und Mieter) - Kostenreduktion - Vorbereiten des Ausstiegs Aber: Politisch sensibel	Aufwerten von Objekten - Renovierung - Spezialimmobilien Aber: Es muss einen Bedarf für Aufwertungsarbeiten geben.
Finanzierungspläne	Refinanzierung	Blockverkäufe	Immobilienfonds/REITs
	Fremdkapitalaufnahme, - Verbriefen - Mezzanine Finanzierung Aber: Noch kein finaler Ausstieg. Auch die Flexibilität sinkt	Verkauf von Teilportfolios - schneller und günstiger als Mieterprivatisierung Aber: Dadurch wird die Wertschöpfung auf die nächste Stufe verlagert	Indirekte Immobilienanlagen - Gute Ausstiegsstrategie - Attraktive Renditen - Erhalt des Managements Aber: Markttiefe muss gewährleistet sein

Quelle: Deutsche Bank

Abb. 7

vorsichtige Formulierung sollte sicherlich nicht überbewertet werden, sie veranschaulicht jedoch, dass der Wohnungsmarkt noch immer ein politisch relevanter Markt ist.

Investmentstrategien der neuen Hausherrn

Jedes Geschäftsmodell verfolgt letztlich eine Immobilienstrategie und eine Finanzierungsstrategie.

Immobilienstrategien

Mieterprivatisierung: Hierbei wird versucht, die Wohnungen aus dem Portfolio einzeln zu verkaufen. Die direkte Veräußerung an die heutigen Mieter bietet sich an, da diese ein großes Interesse an der Wohnung und an Kontinuität haben. Die Rendite ist zwar für jedes einzelne Objekt in der Regel überdurchschnittlich. Ob jedoch auch die Rendite der Gesamtstrategie zufrieden stellt, hängt von der Qualität des Portfolios ab. Ein vollständiger Verkauf aller Wohnungen durch Einzelverkäufe ist unwahrscheinlich, da jedes Portfolio gute und folglich leicht verkäufliche Objekte, aber auch unverkäufliche Problemfälle enthält. Außerdem dürften zahlreiche Mieter in der aktuell noch instabilen konjunkturellen Situation von einem Kauf Abstand nehmen. Der Investor muss also eine Strategie für die verbleibenden, unverkäuflichen Wohnungen haben. Dies muss bereits vor dem ersten Bieten um das Portfolio erfolgen, denn der durchschnittliche Wert der nicht privatisierten Mietwohnungen dürfte häufig bei erfolgreicher, direkter Privatisierung niedriger ausfallen als innerhalb eines gemischten Großportfolios.

Aktives Management: Es spricht vieles dafür, dass eine private Wohnungsgesellschaft im Durchschnitt kostengünstiger arbeitet als eine öffentliche. Das kann z. B. durch aktives Mietermanagement und/oder Facility Management geschehen. Gegebenenfalls lassen sich sogar Spielräume für Mietsteigerungen nutzen. Diese Strategie kann für Zwischeninvestoren ein notwendiger Vorbereitungsschritt für einen Weiterverkauf sein. Häufiger ist sie jedoch die Kernstrategie für Endinvestoren, die ein langfristiges Interesse an den Immobilien haben. Allerdings ist die Möglichkeit steigender Mieten per se ein Politikum, v. a. wenn es keine qualitative Aufwertung gab, sondern die Mieterhöhung nur das Ergebnis eines normalen Marktprozesses darstellt.

Aufwerten von Wohnungen: Vielfach wird die Sorge geäußert, dass die Investoren eine Komplettsanierung anstreben, um danach die Mieten erhöhen zu können. Da die private Gesellschaft nur dann die Investition tätigen würde, wenn es einen Markt für die höherwertigen Wohnungen gibt, ist diese Sorge jedoch nur dann gerechtfertigt, wenn es in der Stadt eine Übernachfrage nach qualitativ hochwertigen Objekten gibt. Für Einzelfälle dürfte eine solche Strategie sinnvoll sein, für mehrere 10.000 Wohnungen in einer Stadt ist dies jedoch unrealistisch. Derart umfangreiche Aufwertungen dürften keine Nachfrage finden. In Städten, in denen die Haushaltslage in der Vergangenheit keine ausreichenden Investitionen erlaubt hat, könnte es sich für eine private Gesellschaft sogar rechnen, den Bestand aufzuwerten, um die Wohnungen leichter vermieten zu können. Das gilt v. a. an Standorten mit ausreichendem Wohnungsangebot, denn dort kann es einen intensiven Wettbewerb zwischen



den innerstädtischen Vierteln geben. Dieser Wettbewerb begrenzt dann das Potenzial für Mietsteigerungen.

Finanzierungsstrategien

Refinanzierung: Gerade Zwischeninvestoren, die ihren Kapitalgebern hohe Eigenkapitalrenditen versprochen haben, benötigen einen aggressiv hohen Fremdkapitalanteil. Damit dieser Anteil über den gesamten Zeitraum hoch bleibt, lassen sich entweder verzögert einsetzende Tilgungen oder eine neue Fremdkapitalaufnahme vereinbaren. Hier könnten z. B. auch Mezzanine-Finanzierungen eine Rolle spielen, also jene Finanzierungen, die zwischen Eigen- und Fremdkapital anzusiedeln sind. Dazu sind z. B. stille Beteiligungen zu zählen. Diese Strategie muss für Zwischeninvestoren dann aber immer um eine Exit-Strategie ergänzt werden.

Weiterverkäufe von Teilportfolios: Der Weiterverkauf kann sowohl vor als auch nach einer Aufwertung des Immobilienbestands erfolgen. Nur bei marktgerechter Aufwertung vor einem Verkauf sichert die zusätzliche Wertschöpfung eine Extrarendite. Die Strategie ist v. a. für Zwischeninvestoren mit sehr kurzem Investitionshorizont interessant. Ihnen kommt es dann weniger auf die Reserven in den Immobilien an als auf die Rendite des Zwischenhändlers. Es ist realistisch, dass Blockverkäufe rasch zunehmen, wenn die Zinsen unerwartet stark anziehen, denn dann können sich Zwischeninvestoren schwerer refinanzieren.

Exit über Immobilienfonds: Eine attraktive Alternative zum Blockverkauf sind Immobilienfonds, v. a. wenn der Zwischeninvestor über einen großen Kundenstamm verfügt, den aber nicht das Management der Gesellschaft übernehmen möchte. Bei der Fondslösung kann nämlich das Management beibehalten werden. In den letzten Monaten wurde neben der Fondsgründung auch der Börsengang als möglicher Exit in die Diskussion gebracht. So plant Fortress die erworbenen Gesellschaften (oder Teile der Gesellschaften) GAGFAH und NILEG innerhalb von zwei Jahren als Immobilien-AG an die Börse zu bringen. Dieser Schritt könnte noch interessanter werden, falls deutsche REITs (Real Estate Investment Trusts) erlaubt werden, denn sie stellen international gängige Formen der Immobilienanlage dar. Internationales Kapital ließe sich dadurch leichter sammeln.

Schlussbemerkungen

Der deutsche Wohnungsmarkt bietet Investoren zahlreiche Vorteile: Die Mieten und Preise in Deutschland sind seit Jahren stabil, in den letzten Jahren gaben sie sogar leicht nach. Das Risiko einer kräftigen Preiskorrektur besteht in Deutschland anders als in vielen anderen europäischen Ländern also nicht. Es gibt sogar ein leichtes Aufwärtspotenzial in den Ballungsregionen, da die Fertigstellungszahlen dort mittlerweile unter dem mittelfristigen Bedarf liegen. Da zudem viele dieser Wohnportfolios in der Vergangenheit bewusst vor Marktkräften geschützt waren, dürften Effizienzpotenziale realisiert werden können, die entweder

in reduzierten Kosten oder steigenden Mieten (oder sogar beidem) resultieren dürften. Einer der wichtigsten Hebel sind ferner die sehr niedrigen Finanzierungszinsen. Ein hoher Fremdkapitalanteil ermöglicht dann eine deutlich höhere Eigenkapitalverzinsung.

Den wichtigen Vorteilen stehen jedoch auch Risiken gegenüber. Das deutsche Wirtschaftswachstum fällt noch immer zu gering aus, um nachhaltig neue Arbeitsplätze zu schaffen und die Haushaltseinkommen steigen zu lassen. Daran wird sich auch in den nächsten zwei Jahren trotz der besseren Konjunkturaussichten für 2006 nur wenig ändern. Tatsächlich dürften das Streichen der Eigenheimzulage und die Diskussion um die Besteuerung von Wertzuwächsen für weitere Unsicherheit auf den Wohnungsmarkt sorgen. Die Strukturreformen, die mittlerweile den deutschen Arbeitsmarkt liberalisieren, sowie die notwendigen Reformen des Renten- und Gesundheitswesens weisen zwar alle in die Richtung höherer Trendwachstumsraten. Dieser Prozess vollzieht sich aber gemächlich. Kurzfristig dürften die Reformen sogar viele Verbraucher verunsichern, und das belastet die Binnenkonjunktur.

Darüber hinaus muss man den deutschen Wohnungsmarkt in viele Submärkte unterteilen: In Fortzugsregionen – besonders in den neuen Ländern – besteht heute schon ein Überangebot an Wohnflächen, wenngleich nicht in allen Qualitäten. In den prosperierenden Zuzugsregionen hingegen nimmt die Zahl der Haushalte weiter stark zu. Die niedrige Zahl der Fertigstellungen dürfte für Verknappung sorgen. Die demographischen Trends, die seit Jahrzehnten in Deutschland angelegt sind, werden diese Unterschiede zwischen den Regionen in den kommenden Jahrzehnten sogar noch akzentuieren. Wohnungsportfolios in Fortzugsregionen werden dadurch zwar nicht per se unattraktiv, es wird dort aber ein „demographischer Diskont“ erforderlich, damit Endinvestoren nicht von dem möglichen Leerstand bzw. den sinkenden Mieten überrascht werden.

Das Zeitfenster für einen Verkauf von Portfolios in Fortzugsregionen steht dann nicht mehr sehr lange offen. Aber auch in den attraktiven Wirtschaftsräumen sollten sich potenzielle Verkäufer nicht darauf verlassen, dass die Käufer unbegrenzt um deutsche Wohnungen buhlen werden. Das Käuferinteresse wird sich wieder anderen Anlageschwerpunkten zuwenden. Im Jahr 2005 zog bereits die Nachfrage nach deutschen Büro- und Einzelhandelsimmobilien an.

Es ist zu erwarten, dass die Begeisterung der ausländischen Investoren nicht schnell verfliegt. Die Entwicklung könnte durch einen deutschen REIT sogar noch neue Argumente bekommen. Allerdings sollten die Investoren das politische Moment auf dem Wohnungsmarkt auf keinen Fall unterschätzen.

Es ist zu vermuten, dass in den kommenden zwei Jahren zunehmend langfristig orientierte Endinvestoren den Ton auf dem Markt für Wohnungsportfolios angeben. Dabei kann es sich dann auch um neu konstituierte Immobilien-Aktiengesellschaften oder REITs handeln. Es ist sehr wichtig, die langfristig ori-



entierten REITs von den kurzfristig orientierten Private Equity Fonds zu unterscheiden. REITs sind Immobilienunternehmen, die keinen kurzfristigen Exit suchen. Ihre Strategien sind folglich auch langfristig ausgerichtet. Die Zwischeninvestoren werden allerdings nicht vom Markt verschwinden. Private Equity wird auf dem deutschen Immobilienmarkt aktiv bleiben.

Dr. Tobias Just

Deutsche Bank Research, Frankfurt

Literatur:

BulwienGesa AG (2005): Riwis-Datenbank Online, www.riwis.de

CDU/CSU und SPD (2005): Gemeinsam für eine Deutschland. Mit Mut und Menschlichkeit, Koalitionsvertrag zwischen CDU/CSU und SPD für die 16. Wahlperiode des Deutschen Bundestags, Berlin 18.11.2005.

Eckhoff, J. (2002): Wohnungspolitik, 2. Aufl., Tübingen.

Institut für Städtebau, Wohnungswesen und Bausparwesen e.V. (2005): Pro-Kopf-Wohnfläche wächst nur noch langsam, www.ifs-staedtebauinstitut.de/Hi2005/hi11.htm

Just, T. (2003): Demografie lässt Immobilien wackeln. In: Deutsche Bank Research [Hrsg.]: Aktuelle Themen Nr. 283, Frankfurt a.M. (www.dbresearch.de/prod/dbr_Internet_deprod/prod00000000000063853.pdf).

Just, T.; Reuther, S. (2005): Wohnungsportfolios in Deutschland: Weitere Verkäufe programmiert. In: Deutsche Bank Research [Hrsg.]: Aktuelle Themen Nr. 321, Frankfurt a.M. (www.dbresearch.de/prod/dbr_Internet_deprod/prod00000000000186927.pdf).

Statistisches Bundesamt (2003): Bevölkerung Deutschlands 2050, 10. koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung, Wiesbaden.

Statistisches Bundesamt (2005): Online-Datenbank www.destatis.de

**Fordern Sie das
vhw-Verlagsprogramm
an**

vhw-Verlags GmbH
Neefestraße 2a, 53115 Bonn
Telefon: 0228/72599-30
Telefax: 0228/72599-19
E-Mail: verlag@vhw-online.de

Vorankündigung

Kongress zum MORO-Wettbewerb

„kommKOOP – Erfolgreiche Beispiele
interkommunaler Kooperationen“

**am 4. Oktober 2006 in Berlin im Umweltforum/Auf-
erstehungskirche**

Der MORO-Wettbewerb „Erfolgreiche Beispiele interkommunaler Kooperationen“ hat bundesweit eine große Resonanz gefunden. Die 167 eingereichten Beiträge haben in Anzahl und Themenvielfalt alle Erwartungen übertroffen. Das Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung hatte den Wettbewerb im Mai 2005 ausgelobt. Der Deutsche Städtetag, der Deutsche Städte- und Gemeindebund und der Deutsche Landkreistag unterstützen das Vorhaben aktiv.

Eine Jury aus anerkannten Fachleuten wird die Beiträge im Mai abschließend bewerten und über die Verteilung der Preise entscheiden.

Die besten Bewerber werden im Rahmen eines Kongresses am 4. Oktober 2006 in Berlin (Umweltforum/Auferstehungskirche) durch Bundesminister Wolfgang Tiefensee ausgezeichnet. Im Rahmen der Veranstaltung werden außerdem ausgewählte interkommunale Kooperationen einer breiten Fachöffentlichkeit vorgestellt und ein Erfahrungsaustausch zwischen Praktikern ermöglicht.

Weitere Informationen zum Wettbewerb finden Sie unter http://www.bbr.bund.de/moro/initiativen/001_kommkoop.html

Ab Juni 2006 besteht die Möglichkeit zur Anmeldung für den Kongress. Die Teilnahme ist kostenlos. Anmeldungen und Rückfragen richten Sie bitte an die Kongressagentur:

adrian.mehlin.prozessnavigation
Naumannstr. 4
10829 Berlin
Fon 030.78896520
Fax 030.78001311
krueger@prozessnavigation.de

Modellvorhaben der Raumordnung (MORO) ist ein Forschungsprogramm des Bundesministeriums für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS) und des Bundesamtes für Bauwesen und Raumordnung (BBR).



Bundesministerium
für Verkehr, Bau
und Stadtentwicklung



Bundesamt
für Bauwesen und
Raumordnung

