



Norbert Heftrich

# Geschäftspolitiken und -modelle neuer und alter Akteure

## Grundlagen der Transformation des Wohnimmobilienmarktes

**Die Realität hat die Kommunalen Wohnungsunternehmen (KWU) eingeholt. Zur Erhaltung und Sicherung ihrer Handlungsfähigkeit mussten die Unternehmen bereits ihren Personalbestand abbauen, Instandhaltung und Investitionen einschränken sowie die Mieten an das Marktniveau anpassen. Insofern sind inzwischen keine bedeutenden Unterschiede in den Geschäftsplänen von KWU und neuen Investoren mehr festzustellen. In der Kunden- und Sozialorientierung, bislang immer einer der Vorteile der KWU, passen sich die neuen Investoren zunehmend an. Vielen Städten bleibt zur Erhaltung ihrer Handlungsfähigkeit nur übrig, Gebühren drastisch zu erhöhen und/oder Beteiligungen zu verkaufen. Diese neue Situation erfordert eine gedankliche Umorientierung im Hinblick auf die Ziele von Wohnraumsicherung und Städtebau. Die für den Laien kaum noch zu überblickenden gesetzlichen Anforderungen an die Vermieter führen zur Verringerung der Anzahl der „Privatvermieter“ und zu einer weiteren Professionalisierung des Vermietens. Diese Dimension sowie die wirtschaftliche und soziale Konsequenz einer Verringerung der Zahl privater Vermieter ist derzeit kaum noch zu überschauen.**

Arme Kommunen schaffen arme KWU, und arme KWU stellen wiederum ein überproportionales Risiko bei eingeschränkter Handlungsfähigkeit für den Eigentümer – die Kommune – dar. Solange das Grundproblem, die finanzielle Situation der Gebietskörperschaften, nicht beseitigt ist, werden daher weitere Immobilienbestände von Ländern und Kommunen fast zwangsweise an den Markt kommen. Insofern werden die großen Verwalter, unabhängig von der Eigentümerstruktur, sowie die Gruppe der Selbstnutzer weiter an Marktgewicht gewinnen.

### Ausgangslage

Die Eigentümerstruktur des Wohnungsbestandes gliederte sich jahrzehntelang relativ stabil in etwa 45% Eigennutzer, 30% Privatvermieter („Rentiers“) und 25% gewerbliche Vermieter (einschl. Werkwohnungen, KWU, Genossenschaften etc.). In diese Phalanx nahezu ausschließlich in Deutschland beheimateter Eigentümer brachen vor allem in den letzten fünf Jahren internationale Investoren ein.

Eine bislang fast unbekannte Größe sind die privaten Vermieter, obwohl deren Anteil an der Gesamtzahl der Wohneinheiten weit über dem der professionellen Vermieter liegt. Würden nur 25% der Privaten an kleinere neue Investoren verkaufen, würde dies einem Übergang in der Größenordnung aller kommunalen Bestände entsprechen. Die fehlende Transparenz des Einflusses der privaten Vermieter auf den Wohnungsmarkt erlaubt aber in diesem Beitrag nur einen kurzen Abstecher.

Besonders drastisch sind die Bestände an unternehmensverbundenen Wohnimmobilien („Werkwohnungen“) zurückgegangen. Lukrative Angebote an E On, ThyssenKrupp etc. führten zu Verkäufen an internationale Investoren (z.B. Terra Firma, Fortress, Cerberus, Morgan Stanley) bzw. europäische und nationale Investoren (z.B. Corpus, Pirelli Real Estate). Zurzeit stehen ca. 4,8 Mio. WE zur Grundsatzentscheidung hinsichtlich ihres Verkaufs an, davon ca. 3 Mio. WE von Gebietskörperschaften. Zunehmend verstehen es die gewerblichen Anbieter, die *Economies of Scale* zu nutzen – in Zeiten politisch gewollter Investitionen wie z.B. Energieeinsparung (Energiepass, alte Heizungsanlagen etc.) bzw. Sanierung des Kanalnetzes und angesichts von entspannten Wohnungsmärkten ein nicht zu unterschätzendes „Pfund für die Zukunft“.

### Investoren/Wertsteigerer

Verkäufe von Immobilienbeständen sind in der deutschen Geschichte nichts Neues. Seien es Großverkäufe wie die Neue Heimat oder die Vielzahl an Verkäufen unter dem Begriff „Handwerkerhäuser“. Allein die Verkaufintensität bei den Großverkäufen hat sich in den letzten Jahren durch Eintritt von internationalen Investoren enorm erhöht.

### Grundlage

Immobilien gelten unter Investoren als eine eigene und wichtige Anlageklasse, deren Anteil in institutionellen Depots zur Stabilisierung der Depotwerte in den letzten Jahren auf ca. 10% erhöht wurde. Daher haben Immobilien im Allgemeinen und Wohnimmobilien im Speziellen bei Pensionsfonds und anderen institutionellen Anlegern eine dauerhafte d.h. strategische Position. Allerdings wandern die Gelder, mit denen z.B. die zukünftigen Renten der Bürger bedient werden, je nach Lage des Immobilienzyklus in den einzelnen Ländern über den gesamten Erdball.



Als Anlageformen für das Kapital werden fungible Anlagen bevorzugt, wie Immobilien-AGs bzw. REITs, die dann allerdings über sehr lange Zeit in den Depots gehalten werden. Da bei diesen Gesellschaftsformen den Unternehmen selbst dann kein Mittelabzug droht, wenn die Börsenkurse wegen geringerer Nachfrage „nach Süden“ tendieren, sind diese Unternehmen stabiler gegen subjektive Meinungen und Gerüchte geschützt. Die umgekehrte Situation kann z.B. bei Offenen Immobilienfonds bis zum Notverkauf von Immobilien aus dem Portfolio führen.

Die Bedeutung der neuen Investoren (Opportunity Funds) kann an folgenden Volumina der Kapitalsammelstellen abgelesen werden:

- Private Equity: Blackstone 27,2 Mrd. €; Lonestar 20 Mrd. €; Terra Firma 7,6 Mrd. €; Fortress 6,75 Mrd. €; Cerberus 3,1 Mrd. €
- Investmentbanken: Morgan Stanley 16,8 Mrd. €; Whitehall 15,3 Mrd. €; Lehman Brothers 16,0 Mrd. €; La Salle 10,4 Mrd. €
- Private Real Estate Investment: Colony 16,0 Mrd. €; Starwood 9,6 Mrd. €; IER 9,2 Mrd. €

Da diese Volumina einerseits nur bis zu 10% in Immobilien, andererseits aber mit dem 9-Fachen an Fremdkapital (FK) unterlegt werden, stehen diese Beträge (allein bei den aufgeführten Investoren ca. 150 Mrd. €) letztendlich für Zukäufe zur Verfügung. Dazu kommt eine sich ständig in Anzahl und Dimension verändernde Gruppe von Investorenunternehmen. Kapital, auch für lohnende Sanierungen, ist dementsprechend in genügendem Umfang verfügbar.

Der Zeithorizont der Investments von Opportunity Funds ist in der Regel auf drei bis sieben Jahre begrenzt (vgl. Rottke/Rebitzer, 2006, S. 43), teilweise mit einer entsprechenden Verlängerungsmöglichkeit. Innerhalb dieses Horizonts müssen die übernommenen Unternehmen in ihrer Leistungsfähigkeit so weit verbessert sein, dass der Verkauf an einen strategischen Investor lohnend erscheint. Der IRR (Internal Rate of Return, im deutschen Rechnungswesen mit dem internen Zinsfuß vergleichbar)<sup>1</sup> für das EK wird häufig mit 15%–20% kalkuliert (vgl. Rottke/Rebitzer, 2006, S. 41). Dass dies eine selbst heute darstellbare Rendite ist, wird im Exkurs Eigenkapital(EK-)Rendite näher erläutert.

## Ausgangslage

Durch den Eintritt der Finanzinvestoren in den deutschen Immobilienmarkt hat sich die Motivlage für die Verkäufe verändert. Diese Veränderung, als Teil des Business Plans, führt zu einer neuen Bedeutung des Portfoliomanagements. Waren bislang Verkäufe nur eine ergänzende Komponente in der finanziellen Erfolgsrechnung der Unternehmen, werden sie nun zu einem der zentralen Ergebnislieferanten, wenngleich nur einmalig. Die Erhöhung der finanziellen Erwartungen an den Cash-Flow und

die EK-Rendite (s.o.) erlaubte es, höhere spezifische Paketpreise und größere Volumina durch die Investoren zu finanzieren. Deren FK-Anteil ist typischerweise sehr hoch, so dass bereits geringe Erhöhungen der Gewinnmarge, z.B. durch Absenkung des durchschnittlichen Zinssatzes oder eine effizientere Bewirtschaftung, in einer deutlichen Erhöhung der EK-Rendite resultieren.

Die Käufe von Paketen aus ehemaligen KWU-Beständen sind zu meist mit Verpflichtungen zur sozialverträglichen Sanierung wie auch Wohn- und Belegrechten verbunden. Teilweise werden den aktuellen und insbesondere potenziellen Mietern Mitsprachen bei Sanierungsmaßnahmen eingeräumt – Sanierungen, die für die früheren Eigentümer, z.B. einem kommunalen WU, finanziell nicht mehr darstellbar waren. Ziel ist eine schnelle und konsequente Vollvermietung mit flexibler Anpassung der Konditionen an die Markterfordernisse. Ob sich dieses Verhalten ändern wird, wenn sich die Mietmärkte in Ballungsräumen wieder anspannen, muss die Zukunft zeigen. Des Weiteren werden in vielen Verträgen Sozialklauseln eingebaut, die Wohnrechte, Verbot von Luxussanierung oder Kündigungsschutz für die Mitarbeiter sicherstellen sollen.

## Finanzierung von Großtransaktionen

Die Finanzierung von Käufen der neuen Investoren wird in der Regel zunächst über syndizierte Kredite (Kredite mehrerer Banken unter einer Leitung) mit angemessenem Risikoaufschlag finanziert. Nachfolgende Umfinanzierungen wie z.B. von der Deutschen Annington im August 2006 dienen der Zinssatzsenkung. Genutzt wurde hier z.B. eine CMBS-Transaktion – Commercial Mortgage Backed Securities. Solche Verbriefungen sind komplizierte und steueroptimierte Kredittransaktionen, bei denen ein zukünftiger Einnahmezufluss bereits heute beliehen wird. Im Rahmen von Verbriefungen (z.B. CMBS) werden diese Zahlungsströme auf ihre Eintrittswahrscheinlichkeit hin bewertet („geratet“), zusammengefasst und in verschiedenen Rating-Tranchen an den Markt gebracht. Der zu zahlende Zins berechnet sich für das Unternehmen als Mischzins der unternehmensspezifischen Volumen von annähernd risikofreien Tranchen (Rating AAA) bis „Ramschanleihen“ (schlechter als BBB).<sup>2</sup>

Innerhalb der 5,4-Mrd.-CMBS-Transaktion (Transaktionsname Grand, bzw. Emittent: German Residential Asset Note Distributor plc) der Annington umfasst die Tranche A (Senior Loan) mit einem erstklassigen Rating aller Agenturen (S&P, Moody's, Finch) auf Grund der eingebrachten Immobilien rund 60% des Gesamtanleihevolumens. Innerhalb der S&P-Ratingklasse A (AAA-A) liegen 80% des Volumens. Basis ist der 3-Monats-Euribor, auf den die Risikoprämie aufgeschlagen wird. Entsprechend dem sehr guten Rating ergibt sich ein sehr niedriger Durchschnittszins. Joint arranger sind die Eurohypo, Barclays Capital

<sup>1</sup> Quelle : Wikipedia, IRR

<sup>2</sup> Ein Rating gibt Auskunft über die Kreditwürdigkeit eines Schuldners. Je höher das Rating, desto geringer die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls des Schuldners. Man unterscheidet zwischen Anleihen hoher Kreditqualität (Investment Grade) und spekulativen Anleihen (High Yield oder Junk Bonds). Für Investment-Grade-Anleihen vergibt Standard & Poor's die Noten AAA bis BBB, bei Moody's lauten die Noten Aaa bis Baa.



und Citigroup. Aus den zunächst sechs finanzierenden Banken ist nun eine Vielzahl von institutionellen Anlegern durch Vermittlung der drei „Verkäufer“ geworden. Als Absicherung dienen 164.365 WE, 32.178 Gebäude, 1.037 Gewerbeeinheiten, 18.722 Parkplätze und 19.338 Garagen mit einem Gesamtwert von 8,1 Mrd. €. Es handelt sich um die größte deutsche Verbriefung von Immobilienkrediten.

## Business Model

„Opportunisten“ sind darauf fixiert, in unterbewertete Bestände zu investieren, die übernommenen Unternehmen in ihrer Effizienz zu verbessern und das Unternehmen in Teilen oder als Ganzes mit Gewinn zu verkaufen. Die zunehmende Bedeutung einer positiven Managementleistung bei der Unternehmensbewertung zeigen die Beispiele ThyssenKrupp Immobilien und Gagfah.

- ThyssenKrupp Immobilien: Mit 2,1 Mrd. wurden 48.000 Wohneinheiten Ende 2004 bewertet – nach der Reduzierung von Personal und Verbesserung einiger Prozesse genügten 40.000 Wohneinheiten für den gleichen Wert. Dies bedeutet eine Wertsteigerung um 20% innerhalb von zwei Jahren gegenüber jenen Werten, die an ThyssenKrupp bezahlt wurden. Ein weiteres Steigerungspotenzial des Wertes wird mit dem erneuten Kauf vorausgesetzt.
- Die aktuelle Schätzung des heutigen Substanzwertes NAV (Net Asset Value) für die Gagfah liegt bei ca. 12 bis 14 € je Aktie. Trotzdem wurden gleich zum Auftakt der Börsenbewertung (Oktober/November 2006) Werte von 21 bis 24 €/Aktie bezahlt. Dies ist nur zu rechtfertigen, wenn die Erträge entsprechend steigen, sei es aufgrund steigender Immobilienpreise (Miete/Verkauf) oder wegen effizienterer Prozesse. Da Immobilienpreise relativ träge sind, beruht dieses Vertrauen augenscheinlich auf dem Potenzial an Effizienzsteigerung. Dieser Vertrauensvorschuss muss im Rahmen der Tagesarbeit bestätigt werden. Ansonsten droht sich die Bewertung und somit der Aktienkurs schnell wieder dem Substanzwert anzunähern

Im Fokus stehen meist Erwerbsobjekte mit einem „opportunistischen Risikoprofil“, d.h. solche, die aufgewertet und nach drei bis fünf Jahren an Investoren (Private Equity-Unternehmen, Immobilienfonds, Aktionäre nach IPO etc.) weiterverkauft werden können. Aus dem Stand erreichten die „Opportunisten“ einen Marktanteil am gewerblichen Mietwohnungsmarkt von rund 10%. Allein auf die drei größten Erwerber entfielen 50% dieser Immobilien. Derzeit drehen sich die Aktivitäten allerdings mehr um kleine und mittlere Portfolios, die von einer Vielzahl von Unternehmen, auch neuen wie Puma Brandenburg oder *Foncière Développement Logements* (FDL), aufgenommen werden. Die Vielzahl der Nachfrager begründet auch die Preisvorstellungen der Verkäufer, die bis zu 1.000 €/m<sup>2</sup> wie in Freiburg reichen. Im letzten Jahr erreichten die Verkäufe ihren spezifischen Höchstwert bei den Unternehmensverkäufen von GHG und Baubecon. Es handelt sich inzwischen um Werte, die früher üblicherweise

für Einzelprivatisierungserlöse angenommen wurden. Bislang kann davon ausgegangen werden, dass die Preisobergrenze bei den Preisen für Einzelprivatisierung liegt, d.h., der Blockabschlag wird auf null abgesenkt. Darüber hinausreichende Preise, Voraussetzung für Opportunisten, würden entweder ein völlig anders geartetes Ertragsmodell erfordern oder aber eine „Blase“ etablieren.

Auch heute kann bei praktisch jedem Immobilienunternehmen durch konsequente Prozessverbesserungen noch eine bedeutende Wertsteigerung erreicht werden. Unter bestimmten Bedingungen<sup>3</sup> erscheinen bis zu 20% des Aufwandes möglich. Dies ist natürlich im Einzelfall verschieden und erfordert branchenerfahrene und innovative Berater sowie ein Management, das bereit ist, sich hinter die geprüften und beschlossenen Vorschläge zu stellen. Die relevanten Prozesse betreffen in der Regel die Abteilungen Mieter-/Mieten-/Forderungsverwaltung, Einkauf, Rechnungswesen, Controlling, Treasury, Recht, Steuern und Marketing/Öffentlichkeitsarbeit, d.h. mieterferne Prozesse. Typischerweise kann nach einer solchen Professionalisierung des Managements die Mieterzufriedenheit gesteigert werden, da die neue Struktur und die neuen Prozesse transparenter und direkter werden. Die Mitarbeiter erhalten mehr Verantwortung und Kompetenzen. Die Verbesserung der Bewertung eines Unternehmens nach solchen Maßnahmen ist derzeit noch schwer zu kalkulieren, liegt aber zweifellos deutlich oberhalb des Einsparungswertes. Dadurch begründen sich die ständig steigenden Preise für Immobilien – wobei es sich fraglos um einen noch ungedeckten Scheck auf die Zukunft handelt.

## Kommunale Wohnungsunternehmen

Zeitgleich mit dem Marktauftritt der neuen Investoren verschlechterte sich die Finanzausstattung der Gebietskörperschaften, so dass Überlegungen zum Verkauf des „Tafelsilbers“ nahe lagen. Zu diesem gehörten auch die KWU mit ihren umfangreichen, werthaltigen Beständen an Wohnimmobilien und ihren häufig geringer werdenden Ausschüttungen zugunsten der Gesellschafter. An diesem Punkt setzt als einer der Gründe gegen den Verkauf die aus dem Leistungsprofil der Wohnungsunternehmen abgeleitete Stadt- bzw. Sozialrendite an. Ob diese Stadtrendite eine nicht nur qualitative Erläuterung von wirtschaftlichen Defiziten, sondern auch eine belastbare und bewertungsrelevante Kennzahl darstellt, wird im Rahmen dieses Heftes diskutiert – aber sicherlich werden die Diskussionen und methodischen Verfeinerungen weitergehen. Bemerkenswert (oder bedrückend) ist, dass viele KWU inzwischen eine EK-Ausstattung haben, die auf dem Niveau der Investoren-Gesellschaften liegen.

Neben der Rendite, berechnet über DCF- oder Ertragswertverfahren als Bewertungsverfahren, bildet das Gesellschaftsrisiko der KWU eine zweite Bewertungsdimension des Unternehmens.

<sup>3</sup> Best Practice in den Komponenten Gesellschaftsgröße, Portfoliomanagement, milieugesicherte Vermietung und ergebnisorientierte Instandhaltung, Verwaltung, Kundenbetreuung und Beschwerdemanagement, Risikomanagement, Finanzierung



In entspannten Märkten stagnieren die Mietpreise erfahrungsgemäß früher als die Verkaufspreise. Zum Marktausgleich entsteht sukzessive ein Druck auf die Verkaufspreise, die in der Folge sogar sinken können. Dies trifft allerdings in erster Linie für Immobilienobjekte in der Fläche und kaum in Ballungsräumen zu, da hier die Marktteilnehmer auf eine Erholungstendenz in den Städten setzen und entsprechend auf bessere Zeiten warten können. Die Hoffnung auf steigende Verkaufserlöse hat sich in der jüngeren Vergangenheit wegen der internationalen Nachfrage nach Wohnungsunternehmen fast ausschließlich bei den großen Paketverkäufen realisieren lassen. Inzwischen gibt es begründete Erwartungen auf einen Ausgleich für das in den letzten Jahren stagnierende Mietenniveau, vornehmlich in etlichen Ballungsräumen. Hier werden möglicherweise bald wieder Knappheitssituationen festzustellen sein. Ursachen sind:

- ausbleibende Neubauaktivitäten,
- die „Landflucht“ wegen der Mobilitätskosten und der zunehmend mangelhaften Versorgung mit Waren und Dienstleistungen;
- die Reduzierung des Wohnungsangebotes durch Stilllegung, Abriss etc. aufgrund erforderlicher Investitionskosten (Energieeinsparung, sanitäre Installationen, Kanäle etc.).

Betrachtet man die Buchwerte von Immobilienunternehmen, so stellt man häufig eine Steigerung der m<sup>2</sup>-spezifischen Werte fest. Diese basieren auf der Fortschreibung von Anschaffungs- und Herstellungskosten, ergänzt um die aktivierten Leistungen. Buchwerte sind berechnete Werte ohne direkte Überprüfung gegen die realisierbaren Verkaufserlöse. Marktpreise sind ausschließlich auf dem Markt zu ermitteln und unterliegen ständigen Schwankungen, weshalb sie auch nur begrenzt über Bewertungen plausibilisiert werden können. Sinkt das Marktpreisniveau, wie in den letzten Jahren etwa in Berlin zu beobachten, vollziehen dies nicht alle Unternehmen in ihren Bilanzen in gleicher Weise nach – manch ein KWU scheint auf günstigere Bedingungen zu hoffen. Ein Verkauf von Objekten mit hohem Buchwert führt dann nur zu Finanzmittelzuflüssen, nicht aber zur Stärkung der EK-Basis. Abwertungen oder Buchverluste schmälern u.U. die EK-Basis; im Extremfall können sie sogar zum bilanziellen

Aufbrauchen des EK führen. Zur Abwehr eines Konkurses wird dann frisches Kapital mittels Kapitalerhöhung erforderlich. Treten in solchen Situationen noch Managementfehler hinzu, so resultiert dies in zusätzlichen EK-Minderungen, die sich bei geringer Kapitalausstattung bisweilen existenzgefährdend auswirken können. Hier steigen die Risiken für die bereits angespannten Gemeindekassen in einer bislang sicherlich unterschätzten Dimension. Beispielhaft dafür sind die Bankpleiten in der Vergangenheit, die unter anderem auf Immobilien- und Kreditprobleme zurückzuführen sind.

## Wirtschaftlichkeit

Je höher die Fixkostenbelastung der Immobilienunternehmen z.B. durch hohen Zinsaufwand ist, desto zwingender wird für das Erreichen des operativen Gewinns, alle Einnahmequellen bzw. Reduzierungsmöglichkeiten bei den Aufwänden zu nutzen. Dies trifft grundsätzlich auf alle Unternehmenstypen zu. Eine ausreichende Kapitalausstattung – ab 25% – stellt somit eine Sicherheit für die Handlungs- und nachhaltige Zukunftsfähigkeit des Unternehmens dar. Um diese Handlungsfähigkeit durch ausreichendes EK zu sichern bzw. wiederzuerlangen, können entweder

- die Gewinne, sofern erarbeitet, thesauriert (einbehalten) werden;
- eine Kapitalerhöhung durchgeführt oder
- die Gewinnsituation verbessert werden.

Die beiden erstgenannten Alternativen bedeuten für KWU eine heute kaum noch durchzusetzende Belastung der kommunalen Haushalte. Der dritte Weg bedeutet, sich dem „Diktat“ der Effizienz zu beugen, indem

- Personal abgebaut,
- Instandhaltung und Investitionen zurückgefahren,
- Mieten erhöht
- oder Leerstände reduziert werden.

Genau dieses Verhalten ist bei praktisch allen kommunalen Unternehmen in Berlin zu beobachten – selbst betriebsbedingte

Eigenkapital-Quote [%]	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Bemerkung
Gesobau	14,52	14,77	15,58	15,99	17,15	19,62	
HOWoGe		34,11	33,27	34,61	35,06	36,74	
GeWoBAG	2,37	2,47	1,9	2,98	4,13	5,39	
DeGeWo	10,52	14,88	13,33	13,1	12,96	13,44	
WBM	14,34	17,44	17,64	20,04	19,65	20,3	
Stadt und Land	13,26	18,48	14,69	13,95	13,37	13,5	
GSW	7,03	0,72	0,44	1,16	-	30	IFRS-Umstellung
BUNDESWEIT: GAGFAH		21,38	25,22	23,49	26,32		
DAIG					16,31	5,95	

Abb. 1: Eigenkapitalquoten verschiedener Unternehmen<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Basierend auf Geschäftsberichten, kommunalen Beteiligungsberichten und persönlichen Befragungen



Kündigungen scheinen nicht mehr ausgeschlossen. Sowohl bei den Mieten als auch bei den Verkäufen werden die Möglichkeiten voll ausgeschöpft. Weiterhin bedeuten die über die Jahre verringerten Eigenkapitalquoten eine verschlechterte Bonität, was nach Basel II in Zukunft mit erhöhten Zinszuschlägen bestraft werden wird. Ein Zinssatz von ca. 4%, wie die DAIG mittels der Transaktion „GRAND“ erreichte, dürfte für viele KWU in Zukunft kaum noch realistisch sein. Diese erhöhte Zinsbelastung schränkt die Handlungsfähigkeit auf Dauer weiter ein.

Die übliche Preisspanne für Wohnungen liegt in Berlin zwischen 3,30 €/m<sup>2</sup> und 7,10 €/m<sup>2</sup>.

Der vhw hat die aktuelle Mietenpolitik großer WU und deren Folgen in mehreren Städten analysiert. Insbesondere die Ergebnisse für Berlin bestätigen die Annahme eines höheren Anteils sozial schwächerer Mieter in den Beständen der kommunalen Unternehmen im Vergleich zu jenen der „neuen Investoren“. Die aktuellen (Wieder-)Vermietungsangebote der KWU liegen in einigen räumlichen und strukturellen Marktsegmenten jedoch teilweise deutlich über jenen der „neuen Investoren“. Unverkennbar ist das Bemühen der kommunalen Unternehmen, zunehmend leistungsstärkere Mieter zu gewinnen.

Ziel der Vermietungsanstrengungen der KWU sind leistungsstärkere (Neu-)Mieter. Damit sowie durch ein besseres Forderungsmanagement sollen Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Forderungen vermindert werden. Um die Verluste vergangener Jahre wieder aufzuholen und das Gespenst der Insolvenz dauerhaft zu vertreiben bleibt wirtschaftlich kaum Raum für Ausfälle und Risiken durch unsichere Mieter. Für Altm Mieter werden teilweise schon Schuldnerberater eingesetzt.

Für 2005 betrug der Jahresüberschuss (JÜ) aller sechs Berliner KWU kumuliert ca. 30 Mio. €. Zwei KWU wiesen sogar negative JÜ auf. Darin enthalten sind Zinslasten von gut 370 Mio. €. Eine Dividendenforderung von 250 Mio. € bei bereits ausgeschöpftem Mieterhöhungspotenzial in den Beständen bedeutet kurzfristig eine Ausschüttung aus dem Eigenkapital und mittelfristig

- eine entsprechende Rationalisierungsanforderung, und/oder

- Neuvermietungspreise oberhalb des Mietspiegels und/oder
- Verschuldungserhöhung der Gesellschaften zugunsten des Gesellschafters und/oder
- eine deutliche Reduzierung der Leerstände (2005 fast 100 Mio. € Erlösschmälerung).

Hier werden Geschäftspraktiken sichtbar, die bislang nur den neuen Investoren unterstellt wurden. Besonders kritisch ist die dritte Möglichkeit, da nicht nur die Stabilität des Unternehmens bei den bereits reduzierten EK-Quoten gefährdet, sondern auch die Belastung mit Zinsausgaben ständig steigen würde. Damit wäre die Spirale zum Niedergang der Berliner KWU innerhalb von fünf bis zehn Jahren eröffnet. Wie oben ausgeführt, existiert ein hohes Rationalisierungspotenzial durch eine Veränderung der Geschäftsprozesse. Dringend anzuraten wäre eine Machbarkeitsstudie, in der die Chancen einer Rationalisierung den Konsequenzen gegenübergestellt werden. Bislang werden stets nur einzelne Teile der jeweiligen Interessenlage herausgestellt und bewertet. Die Möglichkeiten der Instandhaltungsrückführung sind bei mehreren Berliner KWU vermutlich weitgehend ausgeschöpft, so dass Effektivitätserhöhungen aus anderen Quellen gespeist werden müssen. Welche Stadttrendite derart „optimierte“ KWU erreichen würden, wäre im Rahmen des Konzeptes zu ermitteln.

Andererseits könnte der JÜ zur Reduzierung der Miethöhe genutzt werden. In Berlin würde dieses Vorgehen derzeit ein Reduktionsvolumen von ca. 0,20 €/m<sup>2</sup> bedeuten, weniger als 5% der Kaltmiete. Reiche Städte wie München können sich einen Verzicht in relevanter Höhe (20%–30%) erlauben. Als Beispiel sei die GeWoFAG genannt, die trotz einer EK-Quote von 40% (und entsprechend geringer Zinslast) nur eine EK-Rendite von 0,5% erreicht.

Im Hinblick auf die Versorgung sozial schwächerer Haushalte bietet sich an, Anmietungsmöglichkeiten im gesamten Stadtgebiet zu etablieren, was, unabhängig von der KWU-Quote im Einzelfall, nur durch die Nutzung von Drittbeständen zu realisieren ist. Daher spielt in der Zukunft die Eigentümerschaft nicht mehr die gleiche Rolle für die Versorgungssicherheit mit Wohnungen wie in der Vergangenheit.

Mietenentwicklung [€/qm]	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Gesobau	3,66	3,63	3,78	3,82	3,91	4,00
HOWoGe	4,09	4,27	4,43	4,55	4,80	4,89
GeWoBAG	3,53	3,59	3,98	4,09	4,17	4,30
DeGeWo	3,74	3,87	4,02	4,29	4,37	4,47
WBM	3,64	3,93	4,12	4,34	4,46	4,63
Stadt und Land	3,86	3,82	3,90	4,00	4,23	4,30
GSW	3,59	3,71	3,84	3,95	4,04	4,19
B U N D E S W E I T : GAGFAH		4,50	4,62	4,75	4,84	4,77

Abb. 2 : Mietenentwicklung verschiedener Unternehmen. Die übliche Preisspanne<sup>5</sup> für Wohnungen liegt in Berlin zwischen 3,30 €/m<sup>2</sup> und 7,10 €/m<sup>2</sup>.

<sup>5</sup> Basierend auf Geschäftsberichten, Beteiligungsberichten und mündlichen Befragungen



Will man im Gegenteil alle KWU in Berlin stabilisieren, um von ihnen die Erfüllung ihrer herkömmlichen sozialen Versorgungsrolle erwarten zu können, so müssen ca. 1 Mrd. € als Kapitalerhöhung in die fünf unterkapitalisierten Gesellschaften eingeschossen werden (Ziel: 25% EK-Quote). Bei 30% EK als Zielquote wären sogar 1,5 Mrd. € erforderlich.

Verkäufe richten sich häufig an den drastisch verminderten Instandsetzungsmitteln aus. Dies gilt auch für die KWU; sie sind also nicht mehr ausschließlich an einer nachhaltigen Entwicklung orientiert. Die finanziellen Möglichkeiten bestimmen mehr und mehr die Handlungen bzw. schränken die Handlungsalternativen ein. Bei EK-Quoten unter 20% kann eine einzige Fehlentscheidung oder eine notwendige Wertberichtigung das finale Signal für die Unternehmen bedeuten.

Während geringe EK-Quoten bei den neuen Investoren zur systemimmanenten Finanzstruktur mit kurzfristigem Zeithorizont gehören, entstehen diese geschäftsgefährdenden Bilanzstrukturen der KWU wie in Berlin häufig durch die Übernahme von Problemfällen. Diese aus politischem Willen gebildeten Strukturen sind umso anfälliger, je höher der Buchwert pro Quadratmeter ist.

In Berlin waren vor wenigen Jahren Paketverkäufe mit Preisen von 300 €–400 €/m<sup>2</sup> keineswegs unüblich. Die Hoffnung, dass sich die teilweise sehr hohen Buchwerte in der Praxis realisieren lassen, bekommt durch in der jüngsten Vergangenheit insofern Nahrung, als einerseits die Paketpreise als Indikator einer bevorstehenden Werterhöhung von Immobilien deutlich steigen und andererseits der Gutachterausschuss Berlin von höheren bezahlten Kaufpreiskennwerten in 2006 berichtet. Die aktuellen Neuvermietungsrenten und Verkaufspreise liegen bei den KWU gleichwohl eher am oberen Rand der Marktüblichkeit. Der häufig zu lesende Hinweis, dass die Mieten der KWU 10–20% unterhalb der Marktmiete liegen, bestätigt sich in Berlin allenfalls noch bei der Altmieterschaft, nicht aber bei der Neuvermietung. „Mit ihren Mieterhöhungen passt sich die Gesobau voll in die neuerdings geltende Strategie der kommunalen Wohnungsgesellschaften ein. Alle sechs Konzerne versuchen, das Mietniveau ihrer Bestände auf Marktniveau zu bringen, das im Mietspiegel

abgebildet wird. Ein interner Bericht des Senats hat Mietsteigerungen zwischen zehn und 15 Prozent bis 2010 angekündigt“ (Berliner Morgenpost, 26.10.2006). Die Preise für geförderten Wohnraum (Kostenmiete) liegen wegen des Mietpreisverfalls der vergangenen Jahre teilweise oberhalb der Mieten im freifinanzierten Wohnungsbau.

Der skalierbare Verkauf von KWU über einen deutschen REIT hätte eine gute Möglichkeit dargestellt, parallel den Einfluss der Kommune auf die Immobilien zu behalten, Ergebnisse aus dem verbliebenen Anteil dauerhaft für künftige Haushalte zu bewahren und für den verkauften Teil Geld für den laufenden Haushalt zu erlösen. Diese Möglichkeit wurde durch den Gesetzgeber verhindert, so dass nun für viele Kommunen nur der Weg des Komplettverkaufes offensteht. Berlin sieht sich gezwungen, seine Bürger noch stärker zu belasten, indem die Grunderwerbsteuer auf 4,5% und der Hebesatz der Grundsteuer auf 810% festgesetzt werden. Welche Kommunen und Länder diesem Beispiel folgen werden, bleibt abzuwarten.

Eine weitere Alternative für eine „Exitstrategie“ von Kommunen bzw. ihrer KWU stellt die Überführung in eine Genossenschaft dar. Diese Möglichkeit wird in letzter Zeit von verschiedenen Kommunen befürwortet. Die Konsequenzen für die „Genossen“ sind jedoch vielen Beteiligten beim Unterschreiben des Vertrages nicht bewusst, wie negative Beispiele zeigen. Zudem setzt dieses Modell einen erheblichen finanziellen Beitrag der bisherigen Mieter voraus, den viele „typische“ Mieter kaum aufbringen können. Es fehlen noch wissenschaftliche Feldversuche und Vorschläge zur Strukturierung der strategischen Erfolgsfaktoren eines solchen Modells. Insbesondere die Auswirkungen von Basel II sollten dabei Beachtung finden.

## Ausblick

### Neue Investoren

Für die Stabilität des Wohnungsmarktes wird es im Rahmen nachhaltiger, strategischer Geschäftsmodelle besonders wichtig sein, anders als bei den opportunistischen Investoren eine Trennung von Substanz- und Investorenwert vorzunehmen. Be-

Buchwert/qm [€]	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Gesobau	416	401	390	392	384	363
HOWoGe		717	710	709	713	699
GeWoBAG	365	365	381	380	398	396
DeGeWo	479	537	545	537	568	566
WBM	847	732	650	667	712	738
Stadt und Land	707	703	708	706	691	681
GSW	474	414	407	393		
Durchschnitt	548	552,271	541,57	540,57	577,67	573,83
B U N D E S W E I T : GAGFAH		423,62	358,08	376,73	374,19	
DAIG					553,32	766,5

Abb. 3: Buchwerte von Wohnungsunternehmen<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Basis: Aufstellung von Feri Rating & Research, 2006



sonders grundlegend wird sein, dass künftig eine Trennung von Substanz- und Investorenwert vollzogen wird. Eine (zu) geringe Eigenkapitalbasis führt bei nachhaltigen Unternehmensstrategien zu einem unüberschaubaren Risiko. Was passieren kann, wenn die Immobilie als langfristiges Wirtschaftsgut kurzfristig finanziert wird, zeigten die Problemfälle der Offenen Immobilienfonds Anfang 2006. Insofern ist die Immobilien-AG oder REIT eine konsequente Finanzierungsstruktur für Immobilien. Als beispielhaft scheint sich die von der Gagfah S.A. gewählte Unternehmensstruktur zu erweisen, die in der Lage ist, die steuerlichen Vorteile eines REIT zu realisieren. Dieser Struktur scheint auch Terra Firma folgen zu wollen (vgl. Die Welt, 15.11.2006). Bei einer zu geringen EK-Basis können strategische Investoren auch bei vollständiger Thesaurierung des Gewinns durch Kurssteigerungen zu ihrer Rendite gelangen.

Opportunistische Investoren sind eine zeitlich beschränkte Erscheinung auf dem deutschen Immobilienmarkt. Bei deren Engagement kommt es auf kurz- bis mittelfristige Wertsteigerung der Immobilienportfolios und Effizienzsteigerung der Unternehmen an, da die Anleger erst beim Verkauf die Rückzahlung des eingesetzten Kapitals und die Gewinnbeteiligung erhalten. Übrig bleiben werden die großen und professionell arbeitenden Wohnungsverwalter, die die eingesparten Erträge für Mieter und Gesellschafter nutzen können. Die Exit-Strategien der opportunistischen Marktteilnehmer eröffnen die Eintrittsmöglichkeit für strategische Investoren (wie Versicherungen oder Pensionskassen). Für diese sind die materielle Stabilität und die optimierte Wirtschaftlichkeit der Immobilienunternehmen von besonderer Bedeutung, da sie einen kontinuierlichen Zahlungsanspruch der Kunden bedienen müssen. Zu dieser Anforderung passt optimal ein sich nur begrenzt änderndes Immobilienportfolio mit hohem Cash-Flow-Anteil. Verkäufe sind für solche Unternehmen dagegen nur von begrenztem Interesse. Insofern bildet das Immobilienengagement die Ergänzung zu den Aktien und Anleihen im Portfolio. Damit erscheinen langfristige Zeithorizonte der Engagements durchaus möglich. Der Markt wird also nach einer Zeit der dynamischen Optimierung und Portfoliobereinigung ab Ende des Jahrzehnts in ruhigere Bahnen münden, wobei die spezifische Rentabilität der Wohnungsinvestments deutlich gesteigert wird.

Die Rentendebatte in Deutschland wird zusätzliches Kapital für diesen Anlagebereich generieren. Daher widerspricht es der obigen These nicht, wenn die Deutsche Annington und die anderen großen Verwalter auch weiterhin Bestände zukaufen. Lediglich der „Umweg“ über opportunistische Investoren wird abgekürzt. Die von diesen Unternehmen ansonsten erzielten Effizienzgewinne verbleiben dann bei den Kassen, das heißt bei den versicherten Bürgern.

## Kommunale Wohnungsunternehmen

Es erscheint plausibel, dass finanziell angeschlagene Kommunen einen Ausweg durch Belastung der städtischen Betriebe suchen, indem z.B.

- Darlehen statt Zuschüsse gezahlt werden,
- starke und schwache Unternehmen zusammengeführt werden,
- städtische Unternehmen durch andere städtische Unternehmen (Konsequenz ist eine erhöhte FK-Quote) gekauft werden,
- eine angemessene Dividende oder Verkauf als Alternativen gefordert werden.

Die Konsequenzen sind mittel- bis langfristig hoch verschuldete Unternehmen, wie man sie sonst eigentlich nur bei den neuen Investoren unterstellt. Diese Schwächung bedeutet dauerhaft

- einen erhöhten Wirtschaftlichkeitsdruck und
- ein entsprechend erhöhtes Risiko für die Unternehmen und nachfolgend für die Haushalte der jeweiligen Kommune.

Fehlentscheidungen oder Preisverfall können in diesem Umfeld sehr schnell zu einer Überschuldung oder zum Konkurs des Unternehmens führen. Wenn eine angemessene Verzinsung des eingesetzten Kapitals durch den Gesellschafter, hier die Kommune, erwartet wird, muss die Politik auch mit den typischen Konsequenzen leben. Dies bedeutet Personalabbau, zielgerichtete und günstigere Instandhaltung, Verringerung der Leerstands- und Forderungsverluste wie auch innovative Finanzierungsstrukturen. Ein Teil dieser Voraussetzungen wurde in unterschiedlichster Ausprägung bereits durch die KWU eingeleitet. Inwieweit die Rolle und politische Funktion der KWU nach den noch anstehenden Maßnahmen erhalten bleibt, muss die Zukunft zeigen. Natürlich wird sich auch die Frage stellen, wozu solche KWU dienen, die sich zur Erfüllung der Renditeansprüche derselben Mechanismen bedienen müssen wie die neuen Investoren.

Das Verhalten der KWU wird genauso vielschichtig werden (müssen) wie die wirtschaftliche Situation der Kommunen. Daher wird man in Zukunft nicht mehr von „der“ Handlungsweise der KWU reden können. Ihre „Individualisierung“ ist vielmehr in vollem Gange.

## Kommunen

Finanzstärkere Städte sind auch in Zukunft in der Lage, die wirtschaftlichen Anforderungen an die KWU gering zu halten. Möglicherweise muß in den finanziell schwachen Kommunen und Ländern begonnen werden, einen Paradigmenwechsel vorzunehmen, d.h. weg von den eigentumsorientierten Einflussnahme hin zu einer Mischung von „weichem“ Objektzugang (z.B. Belegrechte, Sozialbindung) und Subjektförderung (z.B. Wohngeld). Die damit verbundenen Veränderungen verursachen Ängste bei den Bürgern, die unbedingt ernst zu nehmen sind. Die Aufklärung der Bevölkerung über die Zusammenhänge des Immobilienmarktes, der Wohnraumversorgung und der Konsequenzen von Entscheidungsalternativen wird zu einer vordringlichen Aufgaben der Kommunen werden.



## Konsequenzen/Ausblick

Wer ein soziales Angebot im Wohnungswesen erhalten will, muss die Pluralität des Angebotes erhalten. Finanziell ausgeblutete KWU liefern mehr Risiken als Chancen für die Kommune und werden sich als „normales Unternehmen“ mit einer immer stärkeren Professionalisierung über Wasser halten müssen. Ist die Kommune also nicht in der Lage (oder willens), Geld als EK nachzuschießen, sollten die Alternativen frühzeitig und umfassend analysiert werden.

Die größte Gefahr geht derzeit jedoch von der Abnahme der Zahl privater Vermieter aus. Hier sind spezielle Ausnahmen von den rigiden Rahmenbedingungen erforderlich, die es dem Privaten wieder erlauben, die Verwaltung selbst vorzunehmen und somit wieder zu einer erträglichen Rendite zu gelangen. Das Thema neue Investoren/Opportunisten wird in ein paar Jahren durch das Thema „strategische Investoren“ abgelöst werden. Dies wird Befürchtungen reduzieren und zu höherer Transparenz führen. An den Marktmechanismen und seinen Herausforderungen ändert sich dadurch jedoch nichts, weshalb die anstehenden Fragen konsequent einer Beantwortung zugeführt werden müssen. Darauf haben die Bürger gegenüber ihren Politikern einen Anspruch.

Norbert Heftrich

Berater in der Wohnungswirtschaft, Essen

### Quellen:

Die Welt: Deutsche Annington soll an die Börse, 15.11.06 S. 23

Heftrich, Norbert: Nachhaltige Bewirtschaftung von Wohnimmobilien – Zukunfts- oder Auslaufmodell, in : vhw-Forum Wohneigentum 2/2006, S. 135 ff

Immobilienzeitung: Die Gagfah wagt den Börsengang, 19.10.06, S. 7

Immobilienzeitung: Kommunale sind nicht besser als Private, 16.11.06, S. 13

Just, Tobias: Wohnungsportfolios in Deutschland. Weitere Verkäufe programmiert, in: Deutsche Bank Research, 2005

McKinsey Company: Sanierungsfall öffentliche Wohnungsunternehmen, 2004

PWC: Basel II und kommunales Rating, Oktober 2006

PWC: Kommunale Wohnungsbestände. Ein Auslaufmodell?, 24.10.2006

Prof. Rottke/Prof. Rebitzer: Handbuch Real Estate Private Equity, Rudolf Müller Verlag, Oktober 2006

## Richtigstellung aus Forum Wohneigentum 5/2006

In unserer letzten Ausgabe sind uns bei der Dokumentation der Gremienneuwahl zwei bedauerliche Fehler unterlaufen:

Bei der Aufstellung der Vorstandsmitglieder haben wir Herrn Peter Stubbe von der LWB Leipzig „unterschlagen“. Wir stellen fest: Herr Stubbe ist ausdrücklich noch im Amt und weiterhin Mitglied des vhw-Vorstands.

Darüber hinaus ist es in der Vita von Jörg Franzen als Neumitglied des Kuratoriums zu einer Fehldarstellung gekommen. Herr Franzen hat seine Tätigkeit für die GAGFAH Immobilien Management GmbH 2005 beendet und ist seit 2006 Mitglied des Vorstands der GESOBAU AG. In Heft 5/2006 wurde der Eindruck erweckt, er würde beide Tätigkeiten ausüben, was nicht der Fall ist.

## Fordern Sie das vhw-Verlagsprogramm an

vhw-Verlags GmbH

Neefstraße 2a, 53115 Bonn

Telefon: 0228/72599-30

Telefax: 0228/72599-19

E-Mail: [verlag@vhw-online.de](mailto:verlag@vhw-online.de)

