

**Ulrich Schacht<sup>1</sup>**

# **Verkauf von Wohnimmobilien durch die öffentliche Hand**

## **Analyse von Veräußerungsoptionen und Wertsteigerungshebeln**

*Entschuldung; Finanzinvestoren; Immobilien; öffentliche Hand; öffentliche Unternehmen; Privatisierung; Wohnungsunternehmen*

*In den letzten Jahren hat die Zahl der Verkäufe von Wohnimmobilienportfolios, insbesondere an Finanzinvestoren, in Deutschland stark zugenommen. Dabei tritt neben Industrieunternehmen zunehmend die öffentliche Hand, und dabei zumeist die Kommune, als Verkäufer bei Primärtransaktionen auf. Veräußert werden überwiegend Wohnungsbestände, die in der Nachkriegszeit zur Bereitstellung günstigen Wohnraums für die Bevölkerung geschaffen worden sind. Begründet werden die Verkäufe mit der Erzielung von Einnahmen zur Sanierung der öffentlichen Haushalte und damit einhergehend der Reduzierung der mittelfristigen Kreditbelastung. Zudem soll Handlungsspielraum zur Finanzierung konkreter Projekte, wie z. B. Infrastrukturmaßnahmen bzw. das Konstanthalten von Gebühren, erzielt werden. Vor dem Hintergrund, dass Teile der aufgekauften Wohnimmobilienportfolios in der Vergangenheit schon nach kurzer Zeit zu weitaus höheren Preisen weiterveräußert worden sind, stellt sich die Frage, ob die öffentliche Hand nicht einen Teil des derzeit von Finanzinvestoren vereinnahmten Wertsteigerungspotenzials selber realisieren könnte.*

## **I. Einleitung**

Spätestens seit dem Verkauf der Wohnimmobiliengesellschaft WOBA Dresden durch die Stadt Dresden an den *Finanzinvestor Fortress* im Jahr 2006 sind *Wohnimmobilienportfoliotransaktionen* in den Blickpunkt der Öffentlichkeit gerückt. Eine weitere Privatisierungswelle öffentlichen Eigentums wurde angestoßen. Zuvor wurden schon u. a. Industriebesitz, Versorgungsunternehmen und Infrastruktureinrichtungen teilweise veräußert oder über andere Konstruktionen wie z. B. Sale-and-lease-back-Strukturen monetarisiert.<sup>2</sup> Bei *Wohnimmobilien* handelt es sich, so eine verbreitete Sichtweise, nicht um ein rein wirtschaftlich zu betrachtendes Gut, sondern vielmehr um ein nicht substituierbares Grundbedürfnis. Aus diesem Grunde seien Wohnimmobilien, so die weitläufige Meinung, anders als andere Vermögensgegenstände der öffentlichen Hand zu behandeln.<sup>3</sup> In

1 Der Autor dankt zwei anonymen Gutachtern, Katrin Gänslner, Dr. Knut Schacht, Jens Wimschulte und Dr. Jürgen Wolf für hilfreiche Hinweise.

2 Vgl. zum Aspekt der Monetarisierung durch Leasing z. B. Lenk/Köpping 2004.

3 Eekhoff 1982, S. 1 f.; Greve 1998, S. 6 ff.; König 1999, S. 52 ff.

Deutschland werden mit der Wohnungspolitik nicht erst seit 1945 zahlreiche sozial- und gesellschaftspolitische Ziele verfolgt. In kaum einem anderen Land existieren so weitgehende regulatorische Vorgaben im Mietwohnbereich wie hierzulande.<sup>4</sup> Diese Rahmenbedingungen sind auch von den „neuen“ Investoren zu beachten.

Während die *Wohnimmobilienpreise* in Deutschland jahrelang stagnierten und inflationsadjustiert sogar teilweise rückläufig waren, scheinen die aktuell am Markt agierenden Finanzinvestoren kurz- bis mittelfristig positiv für den deutschen Wohnimmobilienmarkt gestimmt zu sein.<sup>5</sup> Gemäß der im November 2006 vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten 11. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung wird in den nächsten Jahren die Bevölkerung sinken, wobei die Prognosevarianten mit Zielszenarien von 67-79 Mio. Einwohnern für das Jahr 2050 eine große Streuung aufweisen. Jedoch ist die absolute Bevölkerungsentwicklung nur bedingt für die Entwicklung der Wohnraumnachfrage relevant. Letztlich beeinflussen die Anzahl der Haushalte, geprägt durch das Haushaltsbildungsverhalten, die durchschnittlich pro Person nachgefragte Wohnfläche, die Wohneigentumsquote und die Entwicklung der Kaufkraft der Haushalte, welche wiederum nachgefragte Wohnfläche und Wohneigentumsquote beeinflusst, als wesentliche Determinanten die Wohnraumnachfrage. Unter Einbeziehung dieser Faktoren scheint bis zum Jahr 2020, evtl. auch darüber hinaus, mit einer steigenden Wohnraumnachfrage zu rechnen zu sein.<sup>6</sup> Diese zusätzliche Nachfrage wird regional sehr unterschiedlich ausfallen. Tendenziell ist im urbanen Raum mit einem Anstieg der Nachfrage, auf dem Land hingegen mit einer Abnahme derselben zu rechnen. Auch wird ein starker Unterschied zwischen alten und neuen Bundesländern existieren. Auf der Angebotsseite steht dieser Entwicklung seit Jahren eine rückläufige Anzahl von Baugenehmigungen und entsprechend eine abnehmende Anzahl von Baufertigstellungen gegenüber. Eine Trendumkehr ist vorerst nicht zu erwarten. Vor diesem Hintergrund ist kurz- bis mittelfristig mit regional differenzierten Miet- und Preisanstiegen bei Wohnimmobilien zu rechnen. Ein Aspekt, dem von den Finanzinvestoren durch regionale Schwerpunkte beim Erwerb von Wohnimmobilienportfolios Rechnung getragen wird.

Die aktuell am Markt als Käufer auftretenden Finanzinvestoren sind zumeist nicht an einem längerfristigen Halten der erworbenen Immobilienpakete interessiert. Typischerweise beträgt die Zeit zwischen Kauf und Verkauf der getätigten Investitionen zwischen drei und sieben Jahren.<sup>7</sup> Eine *Weiterveräußerung* ist fester Bestandteil der Strategie. In diesem Zeitraum wird versucht, möglichst hohe Wertsteigerungen zu generieren, um die geforderte Eigenkapitalrendite von 20 % p. a. und mehr zu erreichen.

Wertsteigerungen können sowohl operativen als auch nicht-operativen Charakter haben. Zu den operativen Stellhebeln gehören auf der Umsatzseite Mieterhöhungen, Leerstands-

4 Hier sei z. B. auf das aus Vermieter-/Eigentümersicht restriktive Mietrecht hingewiesen.

5 Für einen Ausblick zum Wohnimmobilienmarkt Beyerle/Milleker 2005 und Beyerle/Milleker/Partisch 2005. Zur Einschätzung dieser internationalen Investoren z. B. Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung 2007, S. 49 ff.

6 Statistisches Bundesamt 2006, insb. S. 30 und Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung 2006.

7 Z. B. Johnen/Schacht 2006, S. 277. Für eine ausführliche Darstellung der typischen Ausgestaltung z. B. Fraser-Sampson 2007, S. 1 ff.

reduzierung, Management von Mietrückständen und Mieterprivatisierungen. Kostenstellhebel sind insbesondere die Reduktion von Instandhaltungs-, Personal- und Sachkosten. Als von Finanzinvestoren verwendete nicht-operative Stellhebel sind das Financial Engineering und die Multiple-Arbitrage zu nennen.

Die Alt-Eigentümer zögern derzeit zumeist aus politischen Gründen noch, Maßnahmen wie Mieterhöhungen oder die Reduktion der Personalkosten vorzunehmen. Darüber hinaus werden Maßnahmen des Financial Engineerings u. a. auf Grund fehlender Expertise unterlassen, so dass sich hier Optimierungspotenziale für Finanzinvestoren auftun.

Einige Investoren haben schon nach kurzer Zeit (Teil-)Verkäufe vorgenommen. Prominentes Beispiel ist dabei der Börsengang der Immobiliengesellschaft GAGFAH über das Konstrukt einer Gesellschaft nach luxemburgischem Recht. Dabei konnten erhebliche Wertsteigerungen nur wenige Monate nach Erwerb des letzten größeren Portfolios realisiert werden. Angesichts dieser Tatsachen stellt sich die Frage, ob die öffentliche Hand hier Vermögensgüter unter Wert veräußert.

Die folgenden Ausführungen gliedern sich wie folgt. Nach einer Darstellung der Wohnungsbereitstellung durch die öffentliche Hand, in der sowohl Historie, Ursachen als auch aktuelle Trends zur Reduzierung des Bestandes dargestellt werden, wird ein Überblick über die derzeitigen Wohnimmobilienportfoliotransaktionen gegeben. Die Hebel zur Wertsteigerung der Portfolios werden im nachfolgenden Abschnitt analysiert und es wird gezeigt, inwiefern es der öffentlichen Hand möglich wäre, einzelne Wertsteigerungshebel selbst zu nutzen. Eine Fallstudie gibt Aufschluss über die Wertsteigerungspotenziale der einzelnen Stellhebel.

## II. Wohnungsbereitstellung der öffentlichen Hand

### 1. Historie des Wohnungsbestands der öffentlichen Hand

Die durch die *Industrialisierung* in Deutschland im 19. Jahrhundert vor allem in den städtischen Gebieten entstandene Wohnungsnot forcierte gegen Mitte des Jahrhunderts die Gründung der „Berliner gemeinnützige Baugesellschaft“, dem ersten Wohnungsunternehmen, das sich dem von Huber propagierten *Genossenschaftsgedanken* verpflichtete. Gegen Ende des *ersten Weltkrieges* involvierte sich auch die *öffentliche Hand* in der Bekämpfung der Wohnungsnot. Dieses geschah zum einen in der so genannten *Wohnungsbestandspolitik*, die sich hauptsächlich in einer Begrenzung der Miethöhe äußerte, zum anderen in der *Wohnungsneubaupolitik* mittels finanzieller Förderungen.<sup>8</sup>

In den Jahren nach dem zweiten Weltkrieg war es die *öffentliche Hand*, die den damals stark vernachlässigten Wohnungsbau förderte. Grund hierfür war, dass ein bedeutender Teil des Vorkriegsbestands zerstört war.<sup>9</sup> Im westlichen Teil Deutschlands waren 20 %

8 Dietrich 2003, S. 106 f.; Jenkis 1985, S. 47; Keil 1996, S. 49 f.

9 In der ersten Phase der staatlichen Wohnungspolitik nach dem zweiten Weltkrieg stand vor allem die Wohnraumbeschaffung im Rahmen der Wohnungsneubaupolitik im Mittelpunkt (König 1999, S. 20 ff.).

des Vorkriegsbestands von ca. 11 Mio. Wohneinheiten (WE) zerstört, weitere 20 % stark beschädigt und dadurch nicht bewohnbar. Hinzu kamen ca. 500.000 zerstörte Wohneinheiten im Osten des Landes (10 % des Vorkriegsbestands). Daraus resultierte, dass das Angebot der Nachfrage nicht nachkommen konnte. So standen z. B. im Westen den ca. 15 Mio. Haushalten lediglich 9,5 Mio. Wohneinheiten zur Verfügung. Neben den eigenen obdachlosen Bürgern wurde das Problem durch Flüchtlinge aus den ehemaligen Ostgebieten verstärkt. Um eine schnelle Versorgung der Bevölkerung mit preisgünstigem Wohnraum zu erreichen, trat die öffentliche Hand vielfach als Bauherr und Investor auf und baute insbesondere auf Ebene der Kommunen, häufig in Form des so genannten sozialen Wohnungsbaus, Mietwohnungen für sozial schlechter gestellte Bevölkerungsgruppen. Die Bestände von Bund und Ländern dienten hingegen zumeist der Versorgung eigener Bediensteter (Heinz/Kiehle 2003; Kornemann 1973, S. 8 f.).<sup>10</sup> Dies führte dazu, dass neben privaten Kleinanbietern und professionellen privaten Vermietern die öffentliche Hand eine bedeutende Rolle als Anbieter von Mietwohnungen in Deutschland einnahm und -nimmt.

Ende 2005 umfasste der *Wohnungsbestand* in der Bundesrepublik Deutschland ca. 39 Mio. Wohneinheiten, der sich auf private Eigennutzer (17 Mio. WE), private Vermieter (13 Mio. WE) und professionelle Vermieter (9 Mio. WE), zu denen die öffentliche Hand gehört, aufteilt. Von diesem Bestand der professionellen Vermieter entfallen ca. 3,3 Mio. Wohneinheiten auf die öffentliche Hand, wobei Kommunen mit über 3 Mio. Wohneinheiten über den größten Anteil verfügen.<sup>11</sup>

Ein Großteil des Bestands der öffentlichen Hand stammt aus den *Nachkriegsjahren* und ist zwischen 40 und 60 Jahren alt. Damit einhergehend ist mittelfristig mit einem überproportional hohen Renovierungs- und Sanierungsbedarf zu rechnen. Auf Grund der Haushaltsslage der Gebietskörperschaften ist davon auszugehen, dass notwendige Sanierungsmaßnahmen in den letzten Jahren zumindest teilweise unterlassen worden sind und ein Sanierungsstau besteht.<sup>12</sup>

Der *Leerstand* bei öffentlichem Wohneigentum liegt im Durchschnitt bei fast 6 %, wobei dieser in den neuen Bundesländern höher ist, als in den alten Bundesländern.<sup>13</sup> Für den Gesamtbestand aller deutschen Wohneinheiten ist auf Basis einer Erhebung von Techem-

10 Zu den verschiedenen Phasen der deutschen Wohnungspolitik nach dem zweiten Weltkrieg: Münch 2006. Für Unterschiede des Zwecks der Wohnungsbestände der verschiedenen Ebenen der öffentlichen Hand: Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung 2007, S. 46 f. Insbesondere für Kommunen handelt es sich bei den Wohnungsbeständen um ein effektives Instrument der Wohnungs-, Sozial- und Stadtpolitik z. B. bei der Unterbringung von Problemmietern und beim Städteumbau. Dieser Zweck wird häufig auch mit dem Begriff „Stadtrentite“ umschrieben. Denn für die Nutzung dieses Instruments sind die Kommunen teilweise bereit auf höhere Mieterlöse zu verzichten.

11 Quelle: innova/ GdW Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen e.V.

12 In einer Studie von PriceWaterhouseCoopers, die sich auf kommunale Wohnungsbestände bezieht, wird der Sanierungsstau als einer der wesentlichen Verkaufsgründe angeführt. Da der kommunale Wohnungsbestand ca. 90 % des öffentlichen Wohnungsbestands ausmacht, wird dieser hier als Anhaltspunkt für den gesamten öffentlichen Wohnungsbestand betrachtet (PriceWaterhouseCoopers 2006, S. 9 ff.).

13 Die Definition des Leerstands schließt hier, anders als in der öffentlichen Wohnungswirtschaft üblich, den fluktuationsbedingten Leerstand mit ein. PriceWaterhouseCoopers 2006, S. 11 f. für eine Darstellung der Leerstandsunterschiede.

empirica von einem durchschnittlichen Leerstand von ca. 4 % auszugehen.<sup>14</sup> Neben der u. U. unzureichenden Wohnungsqualität, die teilweise auf den Sanierungsstau zurückzuführen ist, und dem möglicherweise in Größe, Ausstattung und Lage nicht der Nachfrage entsprechendem Wohnraumangebot, haben vor allem demographische und wirtschaftlich/strukturelle Gründe Einfluss auf den Leerstand.<sup>15</sup>

Diese Faktoren, insb. die Mietbindung auf Grund ehemals öffentlicher Förderung, führen dazu, dass das *Mietpreisniveau* bei öffentlich bereitgestelltem Wohnraum, knapp 17 % unter dem Niveau des freien Marktes liegt. Angesichts des Endes des quantitativen Wohnraummangels stellt sich die Frage nach der Notwendigkeit der Wohnraumbereitstellung durch die öffentliche Hand.<sup>16</sup>

## 2. Zur Bereitstellung von Wohnraum durch die öffentliche Hand

Eine *Bereitstellung durch die öffentliche Hand* könnte notwendig sein, sofern es bei der Wohnraumbereitstellung durch die Privatwirtschaft zu *Marktversagen* kommen würde. Dies könnte u. a. dann eintreten, wenn es sich bei Wohnraum um ein öffentliches Gut handeln würde, d. h. weder eine Beeinträchtigung des Gutes Wohnen durch den Konsum des Einzelnen für den Rest der Gemeinschaft eintrate (*keine Rivalität im Konsum*) noch Wirtschaftssubjekte bei fehlender Zahlungsbereitschaft vom Konsum ausgeschlossen werden könnten (*Nicht-Anwendbarkeit des Ausschlussprinzips*). Beide Kriterien liegen jedoch nicht vor.

Ferner könnte Marktversagen durch das Vorhandensein *externer Effekte*, eine mögliche Unteilbarkeit des Gutes, Anpassungsmängel des Marktes oder Informationsasymmetrien eintreten. Dieses würde als *allokatives Marktversagen* bezeichnet.<sup>17</sup> *Externe Effekte* liegen vor, wenn Auswirkungen einer Aktivität nicht über den Marktpreis abgegolten werden. Dabei können *positive externe Effekte*, Verursacher werden für eine Leistung nicht bezahlt, oder *negative externe Effekte*, ein Verursacher muss für resultierende Schäden nicht aufkommen, existieren. Für *privates Wohneigentum* dürften externe Effekte, sofern diese überhaupt auftreten, positiv sein.<sup>18</sup> Dieses ist zum Beispiel bei vom Eigentümer bewohnten Wohnungen zu erkennen, da von diesem im Regelfall das vorhandene Gemeinschaftseigentum pfleglicher behandelt wird, als von mietenden Mitbewohnern. Die Notwendigkeit auf Grund externer Effekte für öffentliches Wohneigentum besteht mithin nicht.

Das Problem der *Unteilbarkeit* und die daraus resultierenden Größenvorteile im Wohnimmobilienbereich existieren. So ist es wirtschaftlich zumeist effizienter, größere Be-

14 Quelle: Techem-empirica Leerstandsindex in Braun/Faller/Heising 2006. Vgl. für die unterschiedlichen Quellen der Leerstandsquoten und eine kritische Diskussion derselben Beul 2005.

15 Insbesondere die abnehmenden Fertilitätsraten und Wanderungsbewegungen innerhalb Deutschlands auf Grund der Verlagerung von Arbeitsplätzen führen regional zu strukturellem Leerstand.

16 PriceWaterhouseCoopers 2006, S. 13 ff. Vgl. Westphal/Kraus/Kloth 2004 zur Diskussion möglicher kommunaler Konzepte zum Wohnungsmarkt.

17 Für die folgenden Ausführungen: Just/Reuther 2005, S. 18 ff.

18 Für eine ausführliche Diskussion externer Effekte auf dem Wohnungsmarkt: König 1999, S. 87 ff.

stände gemeinsam zu verwalten und Skaleneffekte zu nutzen. Dieses ist auch an den Zusammenlegungen der von Finanzinvestoren erworbenen Wohnimmobilienbestände ersichtlich. Allerdings erscheint eine Monopolisierung nicht notwendig. Ein Wettbewerb, das sieht man an der Vielzahl von Wohnungsunternehmen in Deutschland, ist möglich. Sofern der Markt auf geänderte Rahmenbedingungen nicht schnell genug reagiert (*Inelastizitäten/Anpassungsmängel*), könnte es zur Notwendigkeit des Eingreifens durch den Staat kommen. Dieses war in den Nachkriegsjahren (s. o.) der Fall. Auch derzeit ist zu erwarten, dass das relativ inelastische Angebot (rückläufige Baugenehmigungen und Fertigstellungen) kurzfristig der steigenden Nachfrage in einigen Ballungsräumen nicht entsprechen wird. Jedoch erscheint das Wohnungsangebot in Deutschland im internationalen Vergleich relativ preiselastisch<sup>19</sup>, so dass ein Marktversagen auch hier unwahrscheinlich ist.<sup>20</sup>

Beim Kauf/Verkauf von Immobilien bestehen zunächst grundsätzlich *Informationsasymmetrien*.<sup>21</sup> Der Verkäufer hat gegenüber dem Käufer einen Wissensvorsprung bzgl. der Qualität, wobei eine Reduzierung der Informationsasymmetrien z. B. durch Gutachten möglich ist. Dies geschieht bei Wohnimmobilienportfoliotransaktionen im Rahmen der so genannten Due Diligence.<sup>22</sup> Bei einer Due Diligence führen potentielle Käufer zumeist unter Hinzuziehung spezialisierter Berater eine eingehende Untersuchung des Investitionsobjektes durch. Dieses kann zum Abbau, teilweise sogar zur Umkehrung der Informationsasymmetrien führen. Darüber hinaus können vom Verkäufer zum Signalisieren entsprechender Qualitäten Zugeständnisse bzw. Garantien gegeben werden, um ein Marktversagen zu verhindern.<sup>23</sup>

Aus den angeführten Argumenten kann, wie erläutert worden ist, nicht zwangsläufig ein Marktversagen und damit eine Notwendigkeit der Wohnraumbereitstellung durch die öffentliche Hand abgeleitet werden. Das Fehlen allokativen Marktversagens bedeutet allerdings nicht, dass die *Distribution* den gesellschaftlichen, auf Werturteilen basierenden Zielen, entspricht.<sup>24</sup>

Gegner der Privatisierung hoheitlicher Aufgaben führen solche *Distributionsargumente* an, da auf freien Märkten bestimmte Bevölkerungsgruppen u. U. nicht versorgt werden.<sup>25</sup> Jedoch ist mittlerweile akzeptiert, dass eine auf der Nachfrageseite ansetzende *Subjektförderung*, z. B. in Form von Wohngeld, im Falle finanzschwacher Personen zielführender ist, als eine das Angebot beeinflussende *Objektförderung* durch die Bereitstellung

19 Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2006, S. 201 f.

20 König 1999, S. 90 ff. für eine Diskussion über Anpassungsmängel als auch Ursachen von Markt und Wettbewerbsversagen auf dem Wohnungsmarkt.

21 Akerlof 1970 für eine ausführliche Darstellung von Informationsasymmetrien und Marktversagen.

22 Schacht 2005 für eine grundlegende Darstellung des Due Diligence Prozesses.

23 Im Rahmen der Neuen Institutionenökonomik ist ebenfalls die Verteilung von Informationen zwischen den Beteiligten ausschlaggebend, ob privatwirtschaftliche oder öffentliche Unternehmen Güter effizienter bereitstellen können. Dieser Aspekt soll hier nicht weiter vertieft werden (hierzu ausführlich Mühlenkamp 2006, S. 402 ff.).

24 Eekhoff 2002, S. 154 ff. für eine Diskussion von Distributionsargumenten im Rahmen der Wohneigentumsförderung.

25 Nicht weiter vertieft werden sollen hier die Fragen, inwiefern die eigentlichen Mieter u. U. Nachteile durch die hoheitliche Bereitstellung von Wohnraum erfahren und ob die Vergünstigungen in Form von günstigen Mieten gegenüber anderen Mietern und den Steuerzahlern als gerecht angesehen werden können.

von Wohnraum.<sup>26</sup> Auch ein mögliches Versorgungsproblem für soziale Randgruppen, die zwar finanziell in der Lage wären Wohnraum zu mieten, aber auf Grund der Einschätzung als „Risikomieter“ solchen nur schwer erhalten, muss nicht zwingend über eine Objektförderung gelöst werden. Hier könnten z. B. *Belegungsrechte* der öffentlichen Hand eine Lösung sein, wie sie bei Portfolioverkäufen durch die öffentliche Hand mittlerweile üblich sind.<sup>27</sup>

### 3. Gründe für die Reduzierung des Wohnungsbestands

Ein Großteil der *Wohnungsunternehmen der öffentlichen Hand* wurde in Form eines als gemeinnützig i. S. d. *Wohnungsgemeinnützigkeitsgesetzes* geltenden Unternehmens geführt.<sup>28</sup> Durch den Status der Gemeinnützigkeit waren diese gegenüber anderen Unternehmen in der Form privilegiert, dass sie weitreichende Fördermittel erhielten und teilweise von der Steuer befreit waren. Zur Erreichung des Status der Gemeinnützigkeit war eine Orientierung am sozialen Wohnungsbau und der Wohnungsbedarfsdeckung der Bevölkerung einzuhalten. Weitere Kriterien waren die Ausschüttungsbegrenzung für Dividenden auf 4 % des Jahresüberschusses, die Eingrenzung des als potenzielle Mieterschaft möglichen Personenkreises nach sozialen Kriterien, die Pflicht, regelmäßig neuen Wohnraum zu schaffen (Baupflicht), eine Ausrichtung der Mietpreisgestaltung am Kostendeckungsprinzip und das Nominalprinzip bei der Rückgabe von Anteilen. Eine Veräußerung der Unternehmen war nur eingeschränkt möglich, da Privilegien bei einer Veräußerung entfielen und die erzielten Veräußerungserlöse wiederum zweckgebunden im Wohnimmobilienbereich investiert werden mussten.<sup>29</sup>

Durch die Form des gemeinnützigen Unternehmens und die damit verbundenen Wettbewerbsvorteile aber auch Restriktionen hinsichtlich der Einnahmengestaltung resultierte, dass diese Unternehmen zumindest teilweise nicht nach dem Wirtschaftlichkeitsprinzip geführt wurden bzw. werden konnten. Insofern existieren gerade bei ehemals gemeinnützigen Unternehmen besonders hohe operative Wertsteigerungsmöglichkeiten.

Durch den *Wegfall der Gemeinnützigkeit* für Wohnungsunternehmen zum 1. Januar 1990 ist es den Eigentümern der ehemals gemeinnützigen Unternehmen erstmals möglich geworden, über die Immobilienveräußerung und Fokussierung der Aufgaben der Daseinsvorsorge nicht nur konzeptionell zu diskutieren, sondern diese auch umzusetzen, da sich die Rahmenbedingungen seitdem grundlegend geändert haben. Öffentliche Wohnungsge-

26 Zur Systematik der verschiedenen Förderungsmöglichkeiten im Rahmen der Wohnungspolitik vgl. ausführlich Dietrich 2003, S. 117 ff. und die dort angegebene Literatur.

27 So wurden z. B. beim Verkauf der WOBA Dresden im Rahmen einer Sozial-Charta der Stadt Dresden weitreichende Belegungsrechte für einen Teil der Wohneinheiten eingeräumt (hierzu WOBA Dresden 2006, S. 1 f.). Dies wird von den Investoren nicht unbedingt als negativ angesehen, da durch die Belegungsrechte der Stadt auch eine stärkere finanzielle Sicherheit bei den Zahlungseingängen gegeben ist.

28 Dabei konnten gemeinnützige Wohnungsunternehmen in verschiedenen Rechtsformen und von unterschiedlichen Eigentümern geführt werden. Neben der öffentlichen Hand traten Kirchen, Gewerkschaften oder auch Industrieunternehmen als Träger auf (Dietrich 2003, S. 115).

29 Blaas/Brezina 1994, S. 149; Thieme 1988, S. LIII; Dietrich 2003, S. 115 f.

sellschaften müssen sich im Wettbewerb behaupten und treffen auf immer stärkere Konkurrenz aus dem privatwirtschaftlichen Bereich.<sup>30</sup>

Neben dem Wegfall der Gemeinnützigkeit, welcher die Rahmenbedingungen für mögliche Veräußerungen schaffte, sind die seit Jahren *angespannte Haushaltslage* und die anstehenden *notwendigen Investitionen* in die Wohnungsbestände als Hauptgründe für die aufkeimende Veräußerungstätigkeit der öffentlichen Hand zu nennen. Ferner werden die generelle Notwendigkeit zur Schuldentilgung und der Ausgleich laufender Haushaltsdefizite als Beweggründe angeführt.<sup>31</sup>

Die Folgen sind, dass die öffentliche Hand sich zusehends aus der Wohnungsbereitstellung und -verwaltung zurückzieht und heutzutage regelmäßig auf der Verkäuferseite zu finden ist. Dabei fördert das derzeit hohe Interesse auf Investorenseite und die resultierenden steigenden Preise für Wohnimmobilienportfolios die Verkaufsbereitschaft zusätzlich.<sup>32</sup>

Auch ist zu beachten, dass die öffentliche Hand generell schon weit mit ihren Privatisierungsvorhaben fortgeschritten ist, nachdem z. B. Stadtwerke, ÖPNV, Schwimmbäder oder aber auch Krankenhäuser in der Vergangenheit verkauft wurden. Immobilienverkäufe stellen somit eine der letzten außerordentlichen Möglichkeiten zur Verbesserung der Finanzlage dar.<sup>33</sup>

Nachdem Finanzinvestoren seit 1997 im Rahmen von Primärtransaktionen<sup>34</sup> über 600.000 WE erworben haben<sup>35</sup>, von denen die Hälfte von der öffentlichen Hand stammt, ist bis 2010 mit einem jährlichen Transaktionsvolumen von ca. 200.000 WE am Markt zu rechnen.<sup>36</sup> Ein Großteil dieser Einheiten wird dabei weiterhin, so die Erwartungen, aus öffentlichen Beständen stammen.

#### 4. Wege zur Reduzierung des öffentlichen Wohnungsbestands

Sofern eine *Reduzierung der Wohnraumbereitstellung* erfolgen soll, existieren verschiedene Möglichkeiten, diese Bestandsveränderung herbeizuführen. Generell ist zwischen dem Abriss, der hauptsächlich in den fünf neuen Bundesländern durchgeführt wird (Stadtumbau-Ost) und der – hier im Mittelpunkt stehenden – Veräußerung von Wohnimmobilien zu unterscheiden. Die Veräußerung kann dabei in Form des Einzelverkaufs

---

30 Friedemann 2006. Zur Weiterentwicklung der ehemals gemeinnützigen Wohnungsunternehmen vgl. Dietrich 2003, S. 116.

31 PriceWaterhouseCoopers 2006, S. 9 ff.; Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung 2007, S. 45 ff.

32 So hat die Stadt Dresden durch den Verkauf der Wohnungsbaugesellschaft WOBA Dresden ihre gesamten Finanzschulden tilgen können und kann zumindest vorübergehend ohne drückende Schuldenlast agieren (Gröneweg 2006; Honnigfort 2006).

33 Für einen Überblick über die immer wieder geführte Privatisierungsdebatte, hier mit einem Schwerpunkt auf Wohnimmobilien: Dietrich 2003, S. 133 ff.

34 Bei Primärtransaktionen handelt es sich um Verkäufe durch die originären Eigentümer. Weiterverkäufe von Zwischeninvestoren werden als Sekundär- bzw. Tertiärtransaktionen bezeichnet. Üblich ist auch die Einteilung in so genannte „Wellen“.

35 Quelle: DEGI Research in: Linsin u. a. 2006, S. 44 f.; Rat der Immobilienweisen 2007, S. 139; HSH Nordbank in: Goronczy 2006, S. 37 ff.; diverse Zeitungsberichte; eigene Analysen und Berechnungen.

36 Schätzung der HSH Nordbank. Hierzu: Goronczy 2006, S. 12.

an Mieter oder Kapitalanleger, des Teil- bzw. Blockverkaufs an Investoren oder des Komplettverkaufs, bei dem hauptsächlich so genannte Finanzinvestoren auf der Käuferseite zu finden sind, vollzogen werden. Als weitere Alternative ist die Veräußerung mittels eines Börsengangs gegeben. Diese Möglichkeiten der Bestandsveränderung sollen im Folgenden erläutert werden.<sup>37</sup>

Bei dem *Einzelverkauf* aus dem Bestand heraus wird zunächst den aktuellen Mietern (*Mieterprivatisierung*) ein Kaufangebot für die von ihnen genutzte Wohnung gemacht. Häufig wird den Mietern dabei direkt ein kompetitives Finanzierungsangebot unterbreitet, bei dem die monatlichen Mehrkosten für die Mieter auf Grund des aktuell immer noch günstigen *Zinsumfeldes* begrenzt sind. Oftmals kann eine finanzielle Mehrbelastung für den Mieter bei kreditfinanziertem Kauf sogar gänzlich verhindert werden, insbesondere vor dem Hintergrund möglicherweise anstehender Mieterhöhungen. In der Vergangenheit konnten bei der Mieterprivatisierung die höchsten Preise pro Quadratmeter erzielt werden. Allerdings ist diese Art der Veräußerung sehr zeitaufwendig, da mit jedem Mieter einzeln verhandelt werden muss. Auch existiert das so genannte *Restantenproblem*, d. h. es bleiben Wohneinheiten in den Häuserblöcken zurück, die nicht an die Mieter veräußert werden können. Gründe hierfür sind u. a. ein hohes Alter der Mieter, die daher vor einer solchen Investition zurückshrecken oder aber die individuellen sozialen Verhältnisse, die einen Wohnungskauf möglicherweise nicht zulassen. Im Regelfall können Häuserblöcke nicht gänzlich an Mieter veräußert werden und die Objekte werden zusätzlich *externen Kapitalanlegern* angeboten. Jedoch können auch hier, sofern nicht größere finanzielle Zugeständnisse eingegangen werden, Restbestände übrig bleiben. Somit bleibt die öffentliche Hand weiterhin in der Immobilienbestandshaltung tätig, lediglich der Umfang wird durch den teilweisen Abverkauf nach und nach auf eine reine Verwaltungstätigkeit ausgerichtet. Ein kompletter Verkauf über den Weg des Einzelverkaufs ist kaum möglich.

Im Rahmen des *Teil- bzw. Blockverkaufs* werden größere Bestände, wie z. B. einzelne oder mehrere Häuser an einen Investor veräußert, der diese entweder bewirtschaftet, weiter an Privatinvestoren veräußert oder mit anderen Beständen zu einem Portfolio bündelt. Gegenüber dem Einzelverkauf hat der Teil- bzw. Blockverkauf den Vorteil der höheren Transaktionsgeschwindigkeit und des geringeren Aufwands. Auch existiert das Restantenproblem einzelner kleinteiliger Objekte, die einer weiteren Bewirtschaftung bedürfen, nicht oder zumindest lediglich in abgemilderter Form. Die über Blockverkäufe erzielten Veräußerungserlöse pro Wohneinheit sind im Vergleich zum Einzelverkauf geringer, da hier ein Teil der Risiken auf den Investor übertragen wird, der dafür eine entsprechende Kompensation erwartet.

Beim *Komplettverkauf* werden die gesamten Immobilienbestände des Veräußerers an einen einzelnen Großinvestor oder ein aus mehreren Investoren bestehendes Konsortium veräußert. Dabei werden nicht selten mehrere Portfolios des Veräußerers zuvor in einer

<sup>37</sup> Z. B. Pfeiffer/Simons/Porsch 2000. Für eine Klassifizierung der Veräußerungsmöglichkeiten nach Bestands- und Gesellschaftsebene z. B. Schäfers/Hörner 2002, S. 547 f.; Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung 2007, S. 67 ff.

Gesellschaft gebündelt, um die für das gewünschte Investoreninteresse erforderliche Mindestportfoliogröße zu erreichen. So hatte z. B. die Stadt Dresden zunächst drei Gesellschaften in der neu gegründeten WOBA Dresden gebündelt und erst im zweiten Schritt weiterveräußert. Zumeist wird die komplette Gesellschaft („share deal“) an den Investor veräußert.<sup>38</sup> Vorteile des Komplettverkaufs sind die Möglichkeit für den Veräußerer, sich in einem einzigen Veräußerungsprozess von seinen kompletten Immobilienbeständen zu trennen, so dass keine Restanten bzw. Problembestände verbleiben. Etwaige wohnungspolitische Ziele können in den Verkaufsverträgen im Rahmen einer Sozialcharta abgesichert werden.<sup>39</sup> Diesen Vorteilen stehen die im Regelfall geringeren *Verkaufserlöse pro Wohneinheit* im Vergleich zu den beiden zuvor genannten Alternativen und der Verlust des direkten Einflusses auf die strategische Ausrichtung der verkauften Gesellschaft entgegen.

Der *Börsengang* vereint schließlich sowohl Elemente eines Teil- bzw. Blockverkaufs als auch eines Komplettverkaufs. Je nach Ausgestaltung kann ein Mehrheitsanteil oder lediglich ein Minderheitsanteil an der Börse platziert werden. Nach und nach können weitere Anteile nach erfolgter Erstnotiz veräußert werden. Insofern ist der Börsengang als flexibles Instrument eines (Teil-)Verkaufs zu sehen. Vorteile sind der u. U. höhere Veräußerungspreis gegenüber dem Teil- bzw. Komplettverkauf und die mögliche Teilhabe an Wertsteigerungen nach erfolgtem Börsengang. Die öffentliche Hand kann über das Halten einer Sperrminorität weiterhin die Strategie der Gesellschaft mit beeinflussen. Jedoch sind im Vorfeld der Privatisierung umfangreiche Maßnahmen zu ergreifen, um das Investoreninteresse im Rahmen der Equitystory zu wecken. Dazu gehören u. a. die Ausrichtung der Gesellschaft auf finanzwirtschaftliche Ziele wie der Maximierung des Marktwertes des Eigenkapitals. Hierzu sind weitreichende, z. T. unpopuläre Maßnahmen wie z. B. Personalreduzierungen durchzuführen, die politisch in der Regel nur schwierig durchsetzbar sind. Auch müssen, insbesondere bei ehemals gemeinnützigen Unternehmen, steuerliche Aspekte bzgl. der möglichen Ausschüttung steuerfrei vereinnahmter Gewinne gelöst werden. Diese hier erwähnten Aspekte führen dazu, dass die Vorbereitung eines Börsengangs sehr zeitaufwendig, kosten- und ressourcenintensiv ist.

Auf Grund der angeführten Vor- und Nachteile, insbesondere wohl wegen der höheren Transaktionsgeschwindigkeit, scheint derzeit der Komplettverkauf an einen kleinen Kreis von Investoren der von der öffentlichen Hand präferierte Weg bei der Veräußerung von Wohnimmobilien zu sein.

---

38 Die veräußerten Wohnungsbestände werden je nach Investor bewirtschaftet, saniert, über Mieterprivatisierung weiterveräußert, u. U. mit anderen Wohnungsbeständen zusammengelegt, um Effizienzpotenziale zu heben oder aber direkt für einen Börsengang kapitalmarktfähig gemacht.

39 Inwiefern die in einer Sozialcharta festgelegten Rahmenbedingungen langfristig eingehalten werden lässt sich auf Grund des sehr kurzen Beobachtungszeitraums derzeit noch nicht sagen.

### III. Wohnimmobilienportfoliotransaktionen in Deutschland

*Finanzinvestoren* (Synonym: Private Equity Gesellschaften/Investoren) treten derzeit in Deutschland vermehrt als Käufer von Wohnimmobilienportfolios auf.<sup>40</sup> Zunächst war nach dem Verkauf von über 100.000 Eisenbahnerwohnungen im Jahr 2000 an die Deutsche Annington das Interesse an Wohnimmobilienportfolios wieder abgeklungen. Doch spätestens seit den großen - in der Öffentlichkeit viel diskutierten - Transaktionen des Jahres 2004 haben Finanzinvestoren mit Anlageschwerpunkt auf Wohnimmobilien auch in Deutschland neben den schon länger am Markt agierenden strategischen Investoren, Fuß gefasst. Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die zehn größten in Deutschland getätigten Transaktionen seit 1997.

Wohneinheiten	Zielportfolio	Verkäufer	Jahr	Käufer
158.000	GAGFAH S.A. (GAGFAH, NILEG, WOBA)	Fortress	2006	(Teil-)Börsengang
138.000	Viterra	E.ON	2005	Terra Firma / Dt. Annington
113.777	Eisenbahnerwohnungen	Bundesrepublik Deutschland	2000	Terra Firma / Dt. Annington
82.000	GAGFAH	Bundesversicherungsanstalt für Arbeit (BfA)	2004	Fortress
65.700	GSW Berlin	Land Berlin	2004	Cerberus, Whitehall, Contest
48.000	Thyssen Immobilien (Werkswohnungen)	Thyssen Krupp	2004	Corpus/ Morgan Stanley
47.857	WOBA Dresden	Stadt Dresden	2006	Fortress
40.000	Immeo Wohnungen (TK)	Morgan Stanley/ Corpus	2006	Foncière Dévelop. Logements
39.000	Deutschbau	Deutsche Post	1997	Deutsche Bank / Viterra
31.300	Wohnungsbestand WCM	WCM	2004	Blackstone

Anmerkung: kursiv dargestellt sind Primärtransaktionen mit der öffentlichen Hand als Veräußerer

Tab. 1: Die zehn größten Wohnimmobilienportfoliotransaktionen seit 1997

Quelle: DEGI Research in: Linsin/Pfleiderer/Schanz/Wenzel (2006), S. 44 f.; Rat der Immobilienweisen (2007), S. 139; HSH Nordbank in: Goronczy (2006), S. 37 ff.; diverse Zeitungsberichte; eigene Analysen und Berechnungen

Vielfach werden Finanzinvestoren definiert als Kapitalbeteiligungsgesellschaften, die Eigenkapital in am Markt etablierte Unternehmen investieren und dabei einen überproportional hohen Anteil von Fremdkapital verwenden, um die Eigenkapitalrendite zu ma-

40 Neben Finanzinvestoren, die hauptsächlich aus dem angelsächsischen Raum stammen, fungiert auch die öffentliche Hand als Käufer. Bei den Käufern der öffentlichen Hand handelt es sich zumeist um Übernahmen öffentlicher Wohnungsunternehmen durch andere öffentliche (kommunale) Unternehmen (Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung 2007, S. 21 ff.).

ximieren (Rottke 2005, S. 592 f.).<sup>41</sup> Dabei gehen Finanzinvestoren opportunistisch vor und kaufen aus ihrer Sicht unterbewertete Objekte mit hohem Wertsteigerungspotenzial. Dieses scheint für diese Investoren bei deutschen Wohnimmobilienbeständen derzeit gegeben zu sein. Der Anlagehorizont ist zeitlich begrenzt. Sobald eine attraktive Verkaufsgelegenheit existiert wird abgewägt, ob eine Veräußerung aus finanzieller Sicht zum gegebenen Zeitpunkt zweckmäßig ist oder ob das Portfolio weitergehalten werden soll.

Bei der *Akquisition* bedienen sich Finanzinvestoren eines so genannten *Leverage Buy Out (LBO)*.<sup>42</sup> Kennzeichen eines LBO sind eine Finanzierung der zu akquirierenden Zielgesellschaft mit einem hohen Fremdkapitalanteil, bei Immobiliengesellschaften zumeist 80-90 %.<sup>43</sup> Zweck dieser starken Substitution von vergleichsweise teurem Eigenkapital durch günstigeres Fremdkapital mit zudem steuerlich abziehbarem Zinsaufwand ist die Maximierung der erwarteten Eigenkapitalrendite. Die Tilgung der Kredite und Zinszahlungen erfolgt ausschließlich aus dem Cash-flow der Zielgesellschaft. Der Finanzinvestor ist rechtlich weder zu Nachschüssen verpflichtet noch haftet er mit seinem sonstigen Vermögen. Erworben wird das Investitionsobjekt aus steuerlichen und haftungsrechtlichen Gründen zumeist über eine Akquisitionsholding, über die auch die Fremdfinanzierung erfolgt.

Um die Risiken, die mit dem hohen Fremdkapitalanteil einhergehen zu reduzieren, werden an mögliche LBO Kandidaten besondere *Anforderungen* gestellt (Johnen/Schacht 2005, S. 267; Arzac 2005, S. 223 f.). Dieses sind 1) ein hoher positiver, stabiler und möglichst steigerungsfähiger Cash-flow um den erheblichen Zins- und Tilgungsverpflichtungen nachkommen zu können, 2) ein stabiles, werthaltiges Anlagevermögen als Sicherheit für die Kreditgeber, 3) möglichst gute Drittverwendungsfähigkeit des Anlagevermögens um nicht-betriebsnotwendiges Anlagevermögen gut veräußern zu können und 4) eine geringe Verschuldung vor der Übernahme. Ferner sollte das Unternehmen ein etabliertes Produktspektrum mit geringem Investitionsbedarf, ein konjunkturunabhängiges Geschäftsmodell und einen stabilen und möglichst steigerungsfähigen Marktanteil aufweisen. Alles Eigenschaften, die Wohnimmobilienportfolios in Deutschland typischerweise vorweisen können.<sup>44</sup>

Sofern ein potenzielles Zielinvestitionsobjekt, das den oben genannten Kriterien entspricht, angeboten wird, wird vom Finanzinvestor eine vorläufige Unternehmensbewertung unter Einbeziehung der möglichen Finanzierungsstruktur vorgenommen. Dabei wird als *Zielgröße die erwartete Rendite des eingesetzten Eigenkapitals* (engl. internal rate of return, IRR) verwendet. Hierzu werden Annahmen über Finanzierung, Geschäftsverlauf (Business Plan), Wertsteigerungspotenziale und den erwarteten Veräußerungserlös, bei

41 Dabei muss jedoch nicht unbedingt die Form einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft verwendet werden. Auch sollte der hohe Fremdkapitalanteil eher als eine Ausprägungsform denn als konstituierendes Element angesehen werden.

42 Zur Funktionsweise eines LBO vgl. ausführlich Baldwin 2001; Baldwin 2001a und Pindur 2006.

43 Auch wenn auf Grund der Subprime Krise kreditfinanzierte Übernahmen durch Finanzinvestoren teilweise zum Erliegen gekommen sind, dürfte es sich dabei lediglich um ein vorübergehendes Phänomen handeln. Historisch gesehen liegen Kapitalmarktzinsen und Spreads auf geringem Niveau, so dass Übernahmen mit hohem Kreditanteil weiterhin möglich bleiben sollten.

44 Lediglich der Investitionsbedarf bei ehemals öffentlichen Unternehmen könnte, wie dargestellt, höher liegen.

dem zu diesem Zeitpunkt schon eingeplanten *Weiterverkauf (Exit)*, getroffen. Daraus resultiert letztendlich der bei gegebener Mindestrendite maximal mögliche Kaufpreis. Der weitere Verlauf der *Transaktion*, sofern der Investor sich im Rahmen dieser Verhandlungen mit seinem Angebot durchsetzt, ist zumeist ein radikaler *Transformations-/Restrukturierungsprozess*, bei dem der Investor versucht, den Wert des Unternehmens mittels verschiedener Hebel zu steigern. Das Vorgehen wird genauer im folgenden Abschnitt erläutert. Der *Verkauf (Exit)* kann z. B. in Form eines Blockverkaufs an einen strategischen Investor (trade sale) bzw. weiteren Finanzinvestor (secondary buyout) oder eines Börsengangs erfolgen.

## IV. Möglichkeiten der Wertsteigerung bei Wohnimmobilienportfolios

### 1. Phasen und Arten der Wertsteigerung

*Wertsteigerungen* im LBO-Prozess können in einer der drei Phasen Akquisition, Transformation und/oder Verkauf (Exit) erzielt werden, wobei Wertsteigerungshebel operativen oder nicht-operativen Charakter haben können.<sup>45</sup> In der *Akquisitionsphase* werden mit Hilfe des *Financial Engineering* zumeist nicht-operative Hebel beeinflusst.<sup>46</sup> Dabei findet zum einen eine Refinanzierung der existierenden Fremdkapitalfazilitäten mit dem Ziel besserer Finanzierungskonditionen statt. Zum anderen wird die Fremdkapitalquote erhöht und vergleichsweise teures Eigenkapital substituiert. Darüber hinaus wird u. U. mittels Swap-Geschäften bei LBO's mit sehr hoher Fremdkapitalquote das Zinsänderungsrisiko gegen Zahlung einer Prämie abgesichert. Auch wenn Financial Engineering für Finanzinvestoren einen wesentlichen Anteil an der Wertschöpfung bei zurückliegenden Wohnimmobilienportfoliotransaktionen ausgemacht hat, ist diese Kategorie der Wertschöpfung auf Grund der damit verbundenen Risiken (starke Erhöhung der Fremdkapitalquote und damit erhöhte Insolvenzwahrscheinlichkeit) für die öffentliche Hand nur eingeschränkt zu empfehlen. Sie wird hier nicht weiter betrachtet.

In der *Transformationsphase* werden sowohl nicht-operative Hebel, wie finanziertechnische und steuerliche Faktoren, als auch die hier im Mittelpunkt stehenden operativen Werthebel beeinflusst. *Operative Wertsteigerungshebel* resultieren aus Umsatzsteigerungen und Kostensenkungen.

Während der späteren *Verkaufsphase* kann darüber hinaus bei möglicherweise besseren Rahmenbedingungen zusätzlich ein im Verhältnis zum EBITDA (Ergebnis vor Zinsen,

45 Auch wenn die Basis der Wertsteigerungen in allen drei Phasen gelegt werden kann, findet eine endgültige Realisierung derselben erst mit der Veräußerung statt.

46 Hierzu auch die Ausführungen zur Umfinanzierung der Unternehmenskredite in Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung 2007, S. 56 f.

Steuern, Abschreibung und Amortisation) höherer Verkaufspreis (EBITDA-Multiplikator) durch den Veräußerer erzielt werden (Multiple-Arbitrage).<sup>47</sup>

Im Folgenden werden lediglich die operativen Hebel im Detail analysiert, da diese, wie zu zeigen sein wird, auch für die öffentliche Hand zumindest teilweise anwendbar sind.

## 2. Operative Wertsteigerungsmaßnahmen

### a) Umsatzstellhebel

Die *operativen Umsatzstellhebel* lassen sich unterteilen in *Mieterhöhungen, Leerstandsreduzierungen, Management von Mietrückständen* und *Mieterprivatisierung*.<sup>48</sup>

Wie in Abschnitt II dargestellt liegen die *Mieten öffentlicher Wohnimmobilienbestände* im kommunalen Bereich oftmals unter den Vergleichsmieten auf dem freien Markt. Dabei ist ein Teil des geringen Mietniveaus auf den unter Qualitätsgesichtspunkten teilweise minderwertigen Bestand zurückzuführen. Zum überwiegenden Teil dürften aber die vergleichsweise geringen Mieten noch aus der Zeit der Gemeinnützigkeit der Wohnungsunternehmen stammen, als Mieten auf Basis des Kostendeckungsprinzips berechnet wurden und der Aspekt der Wirtschaftlichkeit zweitrangig war. Auf Grund politischer Restriktionen sind Anpassungsmöglichkeiten hier kaum genutzt worden.<sup>49</sup>

*Mieterhöhungen* werden von Käufern der Immobilienbestände auf verschiedenen Wegen durchgeführt. Zunächst erfolgt nach Erwerb des Bestandes eine Anhebung im Rahmen der gesetzlichen Möglichkeiten, wobei das Potenzial durch Nebenbedingungen des Kaufvertrages häufig über das Mietrecht hinausgehend begrenzt wird. Als zweite Möglichkeit der Mieterhöhungen sind die durch diese Art von Investoren häufig im großen Stil vorgenommenen Modernisierungsmaßnahmen zu sehen, bei denen auf Basis des geltenden Mietrechts über die sonst üblichen Grenzen hinaus Mietpreissteigerungen gerechtfertigt werden können. Damit diese Modernisierungsmietpreissteigerungen wertsteigernd sind, müssen die Kosten von den erwarteten Mietpreissteigerungen mehr als ausgeglichen werden. Als dritte Möglichkeit der Mieterhöhungen werden bei Neuvermietungen, soweit möglich, die gesetzlichen Miethöhen ausgeschöpft und so mittelfristig an das regionale Mietniveau angepasst.<sup>50</sup>

47 Unternehmenswerte werden bei LBO-Transaktionen häufig als Vielfaches des EBITDA (EBITDA-Multiplikator) spezifiziert. Multiple-Arbitrage bezeichnet den Sachverhalt beim Verkauf einen höheren EBITDA-Multiplikator als beim Kauf zu erhalten (Johnen/Schacht 2005, S. 274 ff.).

48 Mieterprivatisierung kann je nach Einstufung auch als eine Form des Exit betrachtet werden.

49 Auch ist *ceteris paribus* ein hoher Mietrückstand auf Grund des Mietrechts, dass das Mieterhöhungspotenzial einschränkt, mithin nur bei einem Mieterwechsel wieder einzuholen. Erst dann ist eine Anpassung an die aktuellen Marktgegebenheiten unproblematisch möglich.

50 Zum Themenkomplex Mieterhöhungen bei Bestandsmieten und Neuvermietungen: Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung 2007, S. 63 ff. Auf Grund des noch relativ kurzen Beobachtungszeitraums lassen sich noch keine konkreten Aussagen über die Nutzung dieses Stellhebels machen.

Der *Leerstand* liegt bei öffentlichen Immobilienunternehmen trotz des im Durchschnitt geringen Mietniveaus z. T. deutlich über dem Marktdurchschnitt. Das heißt das geringere Mietniveau kann andere negative Faktoren wie z. B. die unzureichende Wohnqualität, unpassende Größen, Ausstattung und Lage, nicht ausgleichen. Bisher traten Immobilienunternehmen bzgl. des Leerstandsmanagements zumeist lediglich als Verwalter auf. Mittlerweile hat sich hier ein professionelles, mit monetären Anreizen versehenes Vertriebssystem etabliert, bei dem Leerstandsquoten stark verringert werden können. Sollte in der Region struktureller Leerstand bestehen, passen die Investoren ihr Angebot dem möglicherweise geänderten Nachfrageverhalten z. B. durch Modernisierungsmaßnahmen an, um Mieter für ihre Objekte zu gewinnen. Bei der schon zuvor erwähnten Akquisition der WOBA Dresden durch den Finanzinvestor Fortress dürfte bei der Leerstandsreduzierung besonders hohes Potenzial existieren, da die Leerstände mit fast 14 % überproportional hoch sind und die Region Dresden sich wirtschaftlich gut zu entwickeln scheint, d. h. das Leerstandsrisiko tendenziell sinken wird (GAGFAH 2006, S. 22 f.).<sup>51</sup>

*Mietrückstände* sind ein häufiges Problem bei großen Wohnungsbeständen in wirtschaftlich nicht prosperierenden Gegenden, die darüber hinaus eine finanziell schlecht gestellte Mieterstruktur aufweisen. Ist es bei öffentlichen Wohnungsbeständen zumeist politisch nicht opportun, die rechtlichen Möglichkeiten bei Mietrückständen komplett auszunutzen, gehen private Eigentümer hier restriktiver vor. Auch wird die finanzielle Situation potenzieller Neumieter häufig hinterfragt und vorherige Vermieter kontaktiert, um das Problem so genannter Mietnomaden möglichst zu vermeiden. Sollte dieses Phänomen trotzdem auftreten, wird häufig ein Forderungsverkauf an professionelle Inkassounternehmen vorgenommen. Ein Vorgehen, das bei öffentlichen Wohnungsunternehmen zumeist politisch nicht durchsetzbar ist. Darüber hinaus ist es ja gerade Aufgabe der öffentlichen Wohnungsunternehmen, auch Risikomieter mit Wohnraum zu versorgen.

*Mieterprivatisierungen* stellen eine Form des vorweggenommenen Verkaufs der Wohnimmobilienbestände dar. Dabei werden einzelne Wohneinheiten den Mietern zum Kauf angeboten. Dieses Instrument wird u. a. zur Anpassung des Portfolios an Marktgegebenheiten hinsichtlich regionaler und qualitativer Veränderungen genutzt. Ziel ist es, die einzelnen Wohneinheiten im Vergleich zum Kauf im Portfolio mit einer Prämie an die Mieter zu veräußern. Die Veräußerungserlöse werden wiederum in das Portfolio investiert. Finanzinvestoren nutzen hier die tendenziell steigende Wohneigentumsquote, welche auch durch die steigende Notwendigkeit privater Altersvorsorge zunehmen wird. Immobilien werden dabei von vielen Bürgern als ideales Instrument der Altersvorsorge angesehen.

---

51 Hier konnten bei einem dargestellten Beispiel durch vergleichsweise geringe Investitionen die sehr niedrigen Durchschnittsmieten pro Quadratmeter mehr als verdoppelt und der Leerstand gänzlich behoben werden (GAGFAH 2006, S. 75 f.). Darüber hinaus vgl. Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung 2007, S. 59 ff. zu möglichen Aufwertungsstrategien der Investoren.

## b) Kostenstellhebel

Als Kostenstellhebel werden insbesondere Instandhaltungs-, Personal- und Sachkosten überprüft.<sup>52</sup> Kurzfristig besteht insbesondere bei den *Instandhaltungskosten* Einsparpotenzial. Dabei muss es sich nicht um eine Reduzierung der Instandhaltung per se handeln, sondern vielmehr um eine effizientere Gestaltung, z. B. in Form einer Standardisierung von Leistungsumfängen für notwendige Handwerkerleistungen und die kompetitive Vergabe größerer Arbeitspakete. Häufig kann mit geringeren finanziellen Mitteln eine bessere, insbesondere zielgerechtere, Instandhaltung vorgenommen werden, als es zuvor der Fall war.

Eine Reduzierung der *Personalkosten* findet insbesondere bei der Zusammenlegung verschiedener Portfolios statt. So werden Firmenzentralen zusammengelegt, nicht wirtschaftliche Teilbereiche geschlossen und redundante Positionen abgebaut. Dabei sind Personalmaßnahmen ein sensibles Thema. Häufig werden die Möglichkeiten des Personalabbaus im Kaufvertrag über das im internationalen Vergleich restriktive Arbeitsrecht hinaus weiter eingeschränkt.

Andere *Sachkosten* umfassen z. B. die Vereinheitlichung der IT-Infrastruktur. Dieses führt zwar kurzfristig zu Investitionsbedarf, reduziert jedoch mittelfristig die laufenden Kosten erheblich.

## 3. Nutzung der Hebel durch die öffentliche Hand

Nachdem hier insbesondere die operativen Hebel dargestellt worden sind, stellt sich die Frage, welche dieser Möglichkeiten von der öffentlichen Hand schon vor einer Privatisierung genutzt werden können, um eine wertmaximale Veräußerung zu erzielen. Stringent durchgeführte *Mieterhöhungen* erscheinen auf Grund politischer Erwägungen zunächst nur bedingt opportun. Jedoch ist zu hinterfragen, ob vor dem Hintergrund des anstehenden Verkaufs und der darauf folgenden Mieterhöhungen durch die privaten Investoren nicht zumindest ein Teil der Anpassungen durch die öffentliche Hand vorgenommen werden kann. Es scheint, als ob sich diese Auffassung in den letzten Jahren teilweise durchgesetzt hat. Die öffentliche Hand nimmt das Thema Mieterhöhung, schon vor dem Hintergrund der finanziell angespannten Lage, vermehrt in Angriff.<sup>53</sup>

Eine *Verringerung des Leerstands* stellt einen Umsatzhebel dar, den die öffentliche Hand bei stärkerer wirtschaftlicher Ausrichtung nutzen könnte. Letztlich würde dies für Steuerzahler und Mieter gleichermaßen positive Auswirkungen haben, für letztere Gruppe u. a. durch ein besseres Umfeld in den dann stärker belebten Wohnanlagen.

Sofern eine Wohnraumversorgung möglicherweise sonst nicht versorgter Risikomietier als Aufgabe des Staates angesehen würde, sollte eine *Reduzierung von Mietrückständen* für einen öffentlichen Eigentümer nur bedingt möglich sein. Sowohl eine dazu notwendige

52 Hierzu die Ausführungen zur Rationalisierung der Bestandsbewirtschaftung in Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung 2007, S. 58.

53 Z. B. Hallenberg 2006 für einen Vergleich der Mietenpolitik kommunaler und privater Investoren.

ge Mietergruppenbeschränkung als auch ein sehr striktes Vorgehen gegen Mieter mit hohen Mietrückständen, wie es teilweise die „neuen Investoren“ durchführen, wäre politisch häufig nicht opportun.

Verkäufe im Rahmen von *Mieterprivatisierungen* sind zwar generell eine Möglichkeit, die Verkaufserlöse zu maximieren, allerdings sollten der erhebliche Zeitbedarf und das Restantenproblem nicht unberücksichtigt bleiben. Teilweise abverkaufte Wohnblöcke dürften nur schwerlich an Folgeinvestoren veräußerbar, eine Trennung vom kompletten Immobilienbestand mithin nicht möglich sein.

Von den Kostenhebeln dürfte lediglich die Reduzierung der *Personalkosten* politisch sensibel und damit schwer durchsetzbar sein. Eine Optimierung der *Instandhaltungs- und Sachkosten* hingegen erscheint möglich. Allerdings ist zu beachten, dass das Optimierungspotenzial bei kleineren öffentlichen Beständen u. U. begrenzt ist und erst ein Aufkäufer mehrerer Portfolios signifikante Synergiepotenziale heben kann.

Es zeigt sich, dass auch der öffentlichen Hand ein erhebliches Repertoire an Stellhebeln zur Verfügung steht, den Wert der zum Verkauf stehenden Immobilienbestände zu steigern. Inwieweit Finanzinvestoren Effizienzpotenziale heben können hängt auch von der vor dem Verkauf betriebenen Geschäftspolitik ab. Je stärker das Wohnimmobilienportfolio schon zuvor auf Wirtschaftlichkeit ausgerichtet wurde, desto weniger Potenziale existieren für Finanzinvestoren. Das heißt aber auch, dass schon vor einem Verkauf sehr effizient aufgestellte Portfolios u. U. für einen Finanzinvestor, dessen Geschäftsmodell gerade auf der Hebung hoher operativer Wertpotenziale beruht, nicht mehr von Interesse sind.

#### 4. Fallbeispiel

Abschließend wird anhand eines stilisierten Fallbeispiels das mögliche Potenzial der einzelnen Stellhebel dargestellt, um verkaufsbereiten Eigentümern erste Ansatzpunkte zur Wertgenerierung zu geben. Dazu werden realistische, in der Praxis typische Relationen der Basisdaten angenommen. Diese basieren auf einer Analyse verschiedener mittlerer bis großer Wohnimmobilienunternehmen wie z. B. der GAGFAH und der NILEG (beide vor Veräußerung). Auch wenn die folgenden Zahlenrelationen als typisch für öffentliche Wohnungsunternehmen gelten dürften, so hängt das Ergebnis doch stark davon ab, inwiefern der Verkäufer schon im Vorfeld Verbesserungspotenziale gehoben hat. Die nachfolgende Tabelle gibt Informationen zu den angenommenen Ausgangsdaten und den möglichen Ausprägungen derselben nach Hebung der einzelnen Wertpotenziale.

	Einheit	Ausgangsdaten	Zielzustand
<b>Grunddaten</b>			
Anzahl der WE	WE	10.000	10.000
Durchschnittliche Fläche pro WE	m <sup>2</sup> /WE	60	60
<b>Miete</b>			
Anfangsmiete (Netto)	€/m <sup>2</sup> /Monat	4,50	5,00
Nebenkosten/Umlagen	€/m <sup>2</sup> /Monat	2,00	2,00
<b>Leerstand</b>			
Leerstandsquote	Prozent	6 %	4 %
<b>Mietrückstände</b>			
Mietrückstände anteilig von Jahresbrutto-Ist-Miete	Prozent	3 %	2 %
Anteil der Mietrückstände, die verlustig werden	Prozent	50 %	25 %
Verspätungszeitraum	Monate	3	2
Finanzierungskosten Mietrückstände	Prozent	5 %	5 %
<b>Mieterprivatisierung</b>			
Anzahl der verkauften WE p.a.	WE	n.v.	300
Anzahl neu gekaufter WE p.a.	WE	n.v.	300
Prämie Verkauf- vs. Einkaufspreis	Prozent	n.v.	25 %
Verkaufspreis	€/m <sup>2</sup>	n.v.	900
Vertriebskosten in % des Verkaufspreises	Prozent	n.v.	5 %
<b>Instandhaltungskosten</b>			
	€/m <sup>2</sup> /Jahr	15,00	10,00
<b>Personalkosten</b>			
	EUR/m <sup>2</sup> /Jahr	12,00	9,00
<b>Sonstige Operative Kosten</b>			
	EUR/m <sup>2</sup> /Jahr	10,00	8,00

Tab. 2: Datenbasis für das Fallbeispiel

Quelle: Eigene Berechnungen

Im vorliegenden Fallbeispiel wird ein auf 10.000 *Wohneinheiten* standardisiertes Wohnungsunternehmen betrachtet. Dieses liegt über dem im Rahmen einer Studie ermittelten Durchschnittsbestand pro Kommune von ca. 4.500 Wohnungen. Jedoch ist davon auszugehen, dass kleinere Bestände für Finanzinvestoren selten von Interesse sein werden (PricewaterhouseCoopers 2006, S. 11 f.).<sup>54</sup> Somit erscheint eine durchschnittliche Größenordnung von 10.000 Wohneinheiten als realistisch. Die *durchschnittliche Fläche* von 60m<sup>2</sup> pro Wohneinheit entspricht in etwa der durchschnittlichen Größe einer Wohneinheit bei vergangenen Wohnimmobilienportfoliotransaktionen.<sup>55</sup> Die *Miete* liegt mit EUR

54 Öffentliche Wohnungsbestände außerhalb des kommunalen Bereichs sind zudem tendenziell größer. Die vom Land Hessen gemeinsam mit den Städten Frankfurt und Wiesbaden gehaltene Nassauische Heimstätte Wohnungs- und Entwicklungsgesellschaft hat z. B. einen Bestand von 65.000 Wohneinheiten, die vom Land Nordrhein-Westfalen gehaltene LEG einen Bestand von über 100.000 Wohneinheiten.

55 Quelle: Auswertung von Portfoliotransaktionen seit 1997 auf Basis der Daten von DEGI Research in: Linsin u. a. 2006, S. 44 f.; Rat der Immobilienweisen 2007, S. 139; HSH Nordbank in: Goronczy 2006, S. 37 ff.; diversen Zeitungsberichte; eigenen Analysen und Berechnungen.

4,50 pro m<sup>2</sup> auf einem durchschnittlichen Niveau für öffentliche Wohnunternehmen.<sup>56</sup> Zuvor ist auf Basis einer Erhebung dargestellt worden, dass die Mieten öffentlicher Wohnungsunternehmen im Schnitt 17 % unter der Marktmiete liegen. Insofern erscheint die beispielhaft angenommene Erhöhung der Miete im Durchschnitt um ca. 11 % auf EUR 5,00 pro m<sup>2</sup> realistisch auch vor dem Hintergrund, dass ein Teil der Wohneinheiten zuvor staatlich gefördert wurde und für diese für die nächsten Jahre eine Mieterhöhung nicht möglich ist. Für die *Leerstandsquote* wird als Ausgangsbasis die durchschnittliche Quote im kommunalen Bestand verwendet und annahmegemäß auf den nach Techem-empirica ermittelten Wert von 4 % verringert. Die *Mietrückstände* erfahren eine Reduzierung von angenommenen 3 % auf 2 %, eine Höhe, die auch für gut verwaltete öffentliche Wohnungsbestände erreichbar ist.<sup>57</sup> Durch aktives Management der Mietrückstände wird darüber hinaus der Anteil der Ausfälle halbiert und der Verspätungszeitraum um einen Monat verkürzt. Für *Mieterprivatisierung* werden 300 WE (3 % des Bestands) pro Jahr angenommen wobei entsprechende Abgänge durch Portfolioeinkäufe ausgeglichen werden, der Bestand also konstant bleibt.<sup>58</sup> Die *Prämie* des Verkaufspreises über den Portfolioeinkaufspreis liegt bei in der Realität beobachteten 25 %. Basierend auf einem durchschnittlichen Einkaufspreis von EUR 720 pro m<sup>2</sup> bei Primärtransaktionen in den Jahren 2005 und 2006 resultiert ein Bruttoveräußerungserlös von EUR 900 pro m<sup>2</sup>.<sup>59</sup> Die Kosten für Kauf und Verkauf werden jeweils mit 5 % angenommen. Die *Instandhaltungskosten* können von EUR 15,- pro m<sup>2</sup> um ein Drittel auf EUR 10,- pro m<sup>2</sup> verringert werden, ohne dass es zu Einbußen bei der Instandhaltung kommt.<sup>60</sup> Eine Reduzierung der *Personalkosten* wird mit 25 % und die der *sonstigen Kosten* mit 20 % angenommen. Dabei resultiert die Verringerung der Personalkosten neben einer möglichen Reduzierung der Mitarbeiterzahl auch aus einer Steigerung der pro Mitarbeiter verwalteten Anzahl von Wohneinheiten. Für die Veränderung der Stellhebel sind hier Größen angenommen worden, die von Finanzinvestoren häufig kurz nach der Akquisition umgesetzt werden. Jedoch handelt es sich hier nicht um eine Normierung hinsichtlich einer möglichen Vergleichbarkeit der Hebel. Stattdessen soll hier lediglich ein mögliches erreichbares Potenzial abgeschätzt werden.

56 So lag z. B. die durchschnittliche Miete pro Quadratmeter der GAGFAH vor Veräußerung an Fortress bei etwas höheren EUR 4,84 pro m<sup>2</sup> (GAGFAH 2004). Für eine ausführliche Mietvergleichsanalyse vgl. auch Hallenberg 2006.

57 Vgl. hierzu den Geschäftsbericht der „alten GAGFAH“, z. B. GAGFAH 2004.

58 Für die GAGFAH S.A. wird im Börsenzulassungsprozess von einer dort als sehr niedrig bezeichneten Mieterprivatisierungsrate von 1,3 % des Bestands ausgegangen (GAGFAH 2006, S. 76). Dahingegen ist das Geschäftsmodell von Akteuren wie der Patrizia Immobilien AG vorwiegend auf Mieterprivatisierungen ausgelegt.

59 Quelle: Auswertung von Portfoliotransaktionen seit 1997 auf Basis der Daten von DEGI Research in: Linsin u. a. 2006, S. 44 f.; Rat der Immobilienweisen 2007, S. 139; HSH Nordbank in: Goronezy 2006, S. 37 ff.; diversen Zeitungsberichten; eigenen Analysen und Berechnungen.

60 So hatte z. B. die GAGFAH in den Jahren vor dem Verkauf durchschnittliche Instand- und Modernisierungskosten von knapp über EUR 15 pro Quadratmeter (GAGFAH 2003; 2004). Im von Fortress zusammengekauften Gesamtportfolio aus GAGFAH, NILEG und WOBA Dresden hingegen liegen die Werte schon für das Jahr 2005 bei ca. EUR 13 pro Quadratmeter und für das Jahr 2006 voraussichtlich bei unter EUR 10 pro Quadratmeter (GAGFAH 2006, S. 53 ff.). Allerdings dürften Werte von unter EUR 10 langfristig u. U. nicht haltbar sein.

Auf Basis der Angaben ergeben sich folgende Finanzzahlen in der Ausgangssituation, die hier zur besseren Verständlichkeit umgruppiert worden sind, damit die mögliche Miete (Soll-Miete), die Umsatzausfälle durch Leerstand und Mietrückstände als auch die Nebenkosten, die für den Vermieter einen durchlaufenden Posten darstellen, sichtbar werden.

	<b>Einheit</b>	<b>Ausgangsdaten</b>
<b>Umsatzerlöse Vermietung</b>		
Jahresnetto-Soll-Miete	EUR	32.400.000
Umsatzausfall durch Leerstand	EUR	(1.944.000)
<b>Jahresnetto-Ist-Miete</b>	EUR	<b>30.456.000</b>
 Umlagen/Betriebskostenvorauszahlungen	EUR	13.968.000
<b>Jahresbrutto-Ist-Miete</b>	EUR	<b>44.424.000</b>
 Mietrückstände		
Ausfälle	EUR	(666.360)
Finanzierungskosten verspätete Zahlungen	EUR	(8.330)
<b>Netto Umsatzerlöse Vermietung</b>	EUR	<b>43.749.311</b>
 Betriebskosten		
Kosten für Modernisierung/Instandhaltung des Bestands p.a.	EUR	(14.400.000)
Personalkosten	EUR	(9.000.000)
sonstige operative Kosten	EUR	(7.200.000)
 <b>Aufwendungen Hausbewirtschaftung</b>	EUR	<b>(36.600.000)</b>
 <b>Überschüsse Hausbewirtschaftung</b>	EUR	<b>7.149.311</b>
 Verkaufserlöse	EUR	0
Einkaufskosten	EUR	0
<b>Überschüsse Verkaufstätigkeit</b>	EUR	<b>0</b>
 <b>EBITDA</b>	EUR	<b>7.149.311</b>

Tab. 3: Finanzzahlen in der Ausgangssituation

Quelle: Eigene Berechnungen

Unternehmenswerte werden bei LBO-Transaktionen durch Finanzinvestoren zumeist als Multiplikator des EBITDA spezifiziert. Aus diesem Grund wird hier keine komplette Unternehmensbewertung vorgenommen, sondern lediglich die Auswirkungen der einzelnen Hebel auf das EBITDA dargestellt.

	Umsatzhebel				Kostenhebel			
	Miet- erhöhungen	Leerstands- reduzierung	Verminderung Mietrückstände	Mieter- privatisierung	Instand- haltung	Personal- kosten	Sach- kosten	
Veränderung	Erhöhung auf EUR 5,00 / m <sup>2</sup>	Verringerung auf 4 %	Verringerung auf 2 %, Halbierung des Ausfallsanteils, Verkürzung der Dauer um einen Monat	300 WE (3 % vom Bestand) pro Jahr, Prämie von 25 %, Kauf-/ Verkaufskosten von 5 %	-33 %	-25 %	-20 %	
Auswirkungen auf EBITDA*	45 %	11 %	7 %	43 %	42 %	25 %	17 %	
Neues DA (EUR Mio.)	EBIT- DA	10,5	7,9	7,7	10,3	10,1	9,0	8,3

Anmerkung: \*gerundet

Tab. 4: Auswirkungen auf das EBITDA

Quelle: Eigene Darstellung

Es zeigt sich, dass die Auswirkungen aller Hebel auf das EBITDA bedeutend sind. Insbesondere die prozentualen Veränderungen sind auf Grund der Aussagekraft für andere Portfolios von Interesse. Mieterprivatisierung, Mieterhöhungen und Reduzierung der Instandhaltungskosten sind wesentliche Werttreiber. Allerdings ist zu beachten, dass die einzelnen Stellhebel u. U. voneinander abhängig sind. So dürfte eine starke Mieterhöhung die Leerstandsquote erhöhen und, je nach Mietpreiselastizität der Nachfrage, kontraproduktiv wirken. Auch ist insbesondere bei der Mieterprivatisierung zu beachten, dass ein späterer Komplettverkauf dadurch erschwert wird.

Alleine die gemäß Abschnitt 3 als relativ leicht durchführbar angesehenen Stellhebel weisen Erhöhungspotenziale in einer Spannweite von 10-40 % des EBITDA auf. Für jedes Wohnimmobilienportfolio ist letztendlich im Detail zu untersuchen, welche Wertsteigerungsmöglichkeiten für den Eigentümer vor der Veräußerung existieren. Es zeigt sich, dass selbst bei Verzicht auf alle nicht-operativen Stellhebel erhebliche Wertsteigerungspotenziale mit politisch opportunen Mitteln erzielt werden können.

## V. Zusammenfassung und Ausblick

Im Rahmen dieses Beitrags sind nach Darstellung der historischen Entwicklung des öffentlichen Wohnimmobilienbestands die aktuellen Verkaufsaktivitäten der öffentlichen Hand untersucht worden.

Aus den angeführten Argumenten kann nicht zwangsläufig auf ein Marktversagen geschlossen werden. Auch Distributionsziele, wie sie von Privatisierungsgegnern angeführt werden, können ebenso – evtl. sogar besser – auf anderem Wege, z. B. mittels Subjektförderung und Belegungsrechten, erreicht werden.

Voraussetzung für die derzeitigen Verkaufsaktivitäten war die Aufhebung des Gemeinnützigenstatus für Wohnungsunternehmen, welche zum 1. Januar 1990 erfolgte. Insbesondere die angespannte Haushaltsslage auf allen Ebenen der Gebietskörperschaften könnte als wesentlicher Verkaufsgrund identifiziert werden.

Die derzeit am Markt als Käufer auftretenden Finanzinvestoren nutzen diese Verkaufsbe reitschaft, um Bestände günstig zu erwerben, zu restrukturieren und mittelfristig weiter zuveräußern. Dabei wird Wertschöpfung vor allem durch operative Verbesserungsmaßnahmen, Financial Engineering und gute Verkaufsstrategien u. a. in Form der Mieterprivatisierung erreicht. Insbesondere operative Verbesserungsmaßnahmen könnten, wie gezeigt, auch von der öffentlichen Hand durchgeführt werden und somit die erzielbaren Veräußerungserlöse wesentlich gesteigert werden. Allerdings kann die Umsetzung operativer Maßnahmen viel Zeit in Anspruch nehmen.

Insofern kann eine generelle Aussage, dass hier öffentliche Vermögensgüter unter Wert veräußert wurden, nicht getroffen werden, da jeweils die individuellen Gegebenheiten zu berücksichtigen sind. Allerdings kann dieses bei Beständen, die nach kurzer Zeit schon wieder weiterveräußert worden sind, angenommen werden.

Sollte es vor diesem Hintergrund auf Grund der derzeitig guten Veräußerungssituation für Wohnimmobilienbestände nicht sinnvoll sein, die operativen Verbesserungsmaßnahmen selber durchzuführen, bestehen zwei Möglichkeiten, an zukünftigen Wertsteigerungsmaßnahmen zu partizipieren. Zum einen könnte ein Minderheitsanteil am Portfolio gehalten werden, zum anderen im Rahmen so genannter Earn-Out Strukturen teilweise an Wertsteigerungen partizipiert werden.<sup>61</sup> Für beide Ansätze ist ein Wissen über die Wertsteigerungshebel und deren Potenziale, wie sie in diesem Beitrag dargestellt worden sind, unerlässlich, um in Verhandlungen die Auswirkungen möglicher Strategien quantifizieren zu können.

Es bleibt zu beachten, dass keine der betrachteten Optionen ohne Risiko ist. Jeder Verkäufer muss sich fragen, ob und ggf. welche Möglichkeiten in Anbetracht der politischen Situation opportun erscheinen. Jedoch sollte es der öffentlichen Hand nicht verwehrt werden, operative Hebel, die ansonsten von dem Aufkäufer genutzt werden, selber zu nutzen, um öffentliche Haushalte auf eine finanziell bessere Basis zu stellen.

## *Abstract*

*Ulrich Schacht; Sale of residential real estate assets by the public sector*

*Private equity investor; privatisation; public companies; public sector; real estate; real estate corporation*

---

<sup>61</sup> Z. B. Labbé 2004, S. 117 ff. Für weitere Alternativen: Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung 2007, S. 47 f.

*Recent years have seen a significant increase in private equity investor interest with regard to German residential real estate assets. While private equity players represent the buy side the public sector is the most prominent player on the sell side. Residential real estate portfolio transactions are regarded by the public with some resentments as public housing is seen as a special good provided by the public sector. But especially financial constraints force the public sector to sell these assets. The article provides a background on the residential real estate offerings by the public sector and investigates the phenomenon of recent portfolio transactions. As some of the portfolios have already been on sold again at higher prices than received by the public entities the value creation from residential real estate portfolios by private equity investors is analyzed.*

## Literaturverzeichnis

- Akerlof, George A. (1970), The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, vol 84, no. 3, pp. 488-500.
- Arzac, Enrique R. (2005), Valuation for Mergers, Buyouts, and Restructuring, Hoboken.
- Baldwin, Carliss (2001), Technical Note on LBO Valuation (A), Nr. 9-902-004, Harvard Business School, Boston.
- Baldwin, Carliss (2001a), Technical Note on LBO Valuation (B), Nr. 9-902-005, Harvard Business School, Boston.
- Beul, Miriam (2005), Keiner weiß, wie viele Wohnungen leer stehen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung am Sonntag, Nr. 20, S. V 15.
- Beyerle, Thomas und David F. Milleker (2005), Die private Wohnimmobilie in 2030: Phoenix aus der Asche?, Economic Research Allianz Group, Dresdner Bank, Working Paper Nr. 40, Frankfurt.
- Beyerle, Thomas, David F. Milleker und Christoph Partisch (2005), Wohnimmobilienmarkt im Umbruch: eine Trendanalyse bis 2010, Economic Research Allianz Group, Dresdner Bank, Working Paper, Nr. 44, Frankfurt.
- Blaas, Wolfgang und Brigitta Brezina (1994), Zur politischen Ökonomie der Wohnungsgemeinnützigkeit, in: Handbuch der gemeinnützigen Wohnungswirtschaft, hrsg. von Karl Korinek und Ewald Nowotny, Wien, S. 141-166.
- Braun, Reiner, Bernhard Faller und Petra Heising (2006), Wohnungsmarktübersicht Teil 1/3, Techem-empirica-Leerstandindex, empirica Forschung und Beratung, Projektnummer: 11018, Berlin.
- Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung (2006), Raumordnungsprognose 2020/2050, Bevölkerung, private Haushalte, Erwerbspersonen, Wohnungsmarkt, in: Schriftenreihe Berichte, Bd. 23, Bonn.
- Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung (2007), Veränderung der Anbieterstruktur im deutschen Wohnungsmarkt und wohnungspolitische Implikationen, in: Schriftenreihe Forschungen, Bd. 124, Bonn.
- Dietrich, Peter (2003), Organisationaler Wandel öffentlicher Wohnungsunternehmen: Eine Fallstudie, betrachtet aus ökonomischer und soziologischer Perspektive, Hamburg, zugl. Dissertation Universität Potsdam.
- Eekhoff, Johann (1982), Zur Leistungsfähigkeit eines freien Mietwohnungsmarktes, in: Institut für empirische Wirtschaftsforschung an der Universität des Saarlandes, Arbeitspapier, Nr. 50, Saarbrücken.
- Eekhoff, Johann (2002), Wohnungspolitik, 2. Aufl., Tübingen.
- Fraser-Sampson, Guy (2007), Private Equity as an Asset Class, West Sussex.
- Friedemann, Jens (2006), Die Privatisierung kommunaler Wohnungen ist ein Segen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 116, S. 47.
- GAGFAH (2003), Geschäftsbericht für das Jahr 2003, Essen.
- GAGFAH (2004), Geschäftsbericht für das Jahr 2004, Essen.
- GAGFAH (2006), Initial public offering prospectus, 6. Oktober, Frankfurt am Main.
- Greve, Rolf (1998), Wohnungsgenossenschaften und ihre Konzernstrukturen, Kooperations- und Genossenschaftswissenschaftliche Beiträge des Instituts für Genossenschaftswesen der Universität Münster, Bd. 41, Münster.
- Goronczy, Stefan (2006), Wohnungsportfoliotransaktionen in Deutschland, Deutsche Wohnungsportfolios bleiben im Fokus der Investoren, HSH Nordbank, November, Hamburg.
- Grönneweg, Simone (2006), Dresden will 48000 Wohnungen privatisieren, in: Süddeutsche Zeitung, Nr. 58, S. 21.
- Hallenberg, Bernd (2006), „Kommunale nicht besser als Private?“ – Mietenpolitik und ihre Folgen im Vergleich, in: vhw Forum Wohneigentum, Nr. 6, S. 338-347.
- Heinz, Ulrike und Wolfgang Kiehle (2003), Wohnungspolitik, in: Handwörterbuch des politischen Systems der Bundesrepublik Deutschland, hrsg. von Uwe Andersen und Wichard Woyke, 5. Aufl., Bonn.
- Honnigfort, Bernhard (2006), Dresden erste schuldenfreie Großstadt, in: Kölner Stadt-Anzeiger, Nr. 60, S. 14.

- Jenckis, Helmut W. (1985), Die gemeinnützige Wohnungswirtschaft zwischen Markt und Sozialbindung, in: Schriften zum Genossenschaftswesen und zur Öffentlichen Wirtschaft, hrsg. von Werner W. Engelhardt und Theo Thiemeyer, Bd. 14/I und 14/II, Berlin.
- Johnen, Raffael und Ulrich Schacht (2005), Bewertung eines Leveraged Buy-out, in: Praxishandbuch Unternehmensbewertung: Grundlagen, Methoden, Fallbeispiele, hrsg. von Ulrich Schacht und Matthias Fackler, Wiesbaden, S. 263-292.
- Just, Tobias und Samuel Reuther (2005), Wohnungsportfolios in Deutschland: Weitere Verkäufe programmiert, in: Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen, Nr. 312, Frankfurt am Main.
- Keil, Kerstin (1996), Der soziale Mietwohnungsbau: Mängel und Alternativen, Frankfurt am Main.
- König, Petra (1999), Privatisierung von kommunalem Wohneigentum, Wohnungswirtschaftliche Schriften, Nr. 4, Stuttgart-Hohenheim, zugl. Dissertation Universität Hohenheim.
- Kornemann, Rolf (1973), Fehlsubventionierungen im öffentlich geförderten sozialen Wohnungsbau. Bilanz einer systemwidrigen Markintervention, Schriftenreihe des Instituts für Städtebau, Wohnungswirtschaft und Bauwesen e. V., Bd. 25, Bonn.
- Labbé, Marcus (2004), Earn-Out-Ansatz als Option zur preislichen Gestaltung von Unternehmenstransaktionen, in: Finanz Betrieb, 6. Jg., Heft 2, S. 117-121.
- Lenk, Thomas und Heide Köpping (2004), Cross Border Leasing: Ein Risiko für die Kommunalfinanzen?, in: Zeitschrift für öffentliche und gemeinwirtschaftliche Unternehmen, 27. Jg., Heft 4, S. 331-343.
- Linsin, Jan, Georg Pfleiderer, Stehpan Schanz und Claudia Wenzel (2006), Neue Perspektiven, Marktreport Deutschland 2006, DEGI Research, Frankfurt am Main.
- Mühlenkamp, Holger (2006), Öffentliche Unternehmen aus der Sicht der Neuen Institutionenökonomik, in: Zeitschrift für öffentliche und gemeinwirtschaftliche Unternehmen, 29. Jg. , Heft 4, S. 390-417.
- Münch, Sybille (2006), Von der Wohnungspolitik zur Wohnungsmarktpolitik – eine Übersicht der bundesdeutschen Wohnungspolitik seit 1945, Darmstadt.
- Pfeiffer, Ulrich, Harald Simons und Lucas Porsch (2000), Wohnungswirtschaftlicher Strukturwandel in den neuen Bundesländern, Bericht der Kommission, im Auftrag des Bundesministeriums für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen, Berlin.
- Pindur, Daniel (2006), Value creation in successful LBOs, Ulm, at the same time doctoral thesis university of Ulm.
- PriceWaterhouseCoopers (2006), Kommunale Wohnungsbestände: Ein Auslaufmodell?, Umfrage unter 204 deutschen Städten und Gemeinden, Frankfurt am Main.
- Rat der Immobilienweisen (2007), Frühjahrsgutachten Immobilienwirtschaft 2007, Immobilienzeitung, Wiesbaden.
- Rottke, Nico (2005), Real Estate Private Equity: Finanzierung durch externes Eigenkapital, in: Immobilienökonomie, Bd. 1, hrsg. von Karl-Werner Schulte, 3. Aufl., München, S. 591-598.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2006), Widerstreitende Interessen – ungenutzte Chancen, Jahresgutachten 2006/07, Wiesbaden.
- Schacht, Marc (2005), Informationsbeschaffung und Due Diligence-Prozess, in: Praxishandbuch Unternehmensbewertung: Grundlagen, Methoden, Fallbeispiele, hrsg. von Ulrich Schacht und Matthias Fackler, Wiesbaden, S. 33-52.
- Schäfers, Wolfgang und Christian Hörner (2002), Privatisierungen von Wohnungsunternehmen der öffentlichen Hand: Grundlagen – Gestaltungsvarianten – Prozess, in: Handbuch Immobilien-Banking, hrsg. von Karl-Werner Schulte, Ann-Kristin Achleitner, Wolfgang Schäfers und Bernd Knobloch, Köln, S. 535-560.
- Statistisches Bundesamt (2006), 11. koordinierte Bevölkerungs-Vorausberechnung, Annahmen und Ergebnisse, Wiesbaden.
- Thieme, Werner (1988), Die Stellung des Wohnungsgemeinnützigekeitsrechts im Rechtssystem, in: Kommentar zum Wohnungsgemeinnützigekeitsrecht, hrsg. von Helmut W. Jenkins, Hamburg, S. IL-LXV.
- Westphal, Helmut, Ulrich Kraus und Melanie Kloth (2004), Kommunale Konzepte zum Wohnungsmarkt, in: vhw Forum Wohneigentum, Nr. 5, S. 274-277.
- WOBA Dresden (2006), Die Dresdner Sozialcharta, URL: [http://www.gagfah.de/\\_Docs/WOBA\\_Sozial\\_Charta.PDF](http://www.gagfah.de/_Docs/WOBA_Sozial_Charta.PDF), Dresden (Zugriff: 04.04.2007).