



Bundesinstitut
für Bau-, Stadt- und
Raumforschung

im Bundesamt für Bauwesen
und Raumordnung



BBSR-Online-Publikation Nr. 01/2017

Börsennotierte Wohnungsunternehmen als neue Akteure auf dem Wohnungsmarkt – Börsengänge und ihre Auswirkungen

Ein Projekt des Forschungsprogramms „Allgemeine Ressortforschung“ des Bundesministeriums für Umwelt, Naturschutz, Bau und Reaktorsicherheit (BMUB) betreut vom Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) im Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung (BBR).

ISSN 1868-0097

IMPRESSUM

Herausgeber

Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR)
im Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung (BBR)
Deichmanns Aue 31– 37
53179 Bonn

Wissenschaftliche Begleitung

Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung
Referat II 13 – Wohnungs- und Immobilienwirtschaft
Christoph Zander (Projektleitung)
christoph.zander@bbr.bund.de
Jonathan Franke
jonathan.franke@bbr.bund.de

Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz, Bau und Reaktorsicherheit (BMUB)
Referat SW II 1 – Immobilien- und Wohnungswirtschaft, Wohneigentum
Dr. Andreas Kapphan

Auftragnehmer

Hochschule Zittau/Görlitz, Institut für Transformation, Wohnen und
Soziale Raumentwicklung (TRAWOS), Görlitz
Prof. Dr. Stefan Kofner (Projektleitung), Kerstin Jochimsen (freie Mitarbeit)
s.kofner@hszg.de

Stand

Dezember 2016

Vervielfältigung

Alle Rechte vorbehalten
Die vom Auftragnehmer vertretene Auffassung ist nicht unbedingt mit der des Herausgebers identisch.

Zitierweise

Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) im Bundesamt für Bauwesen
und Raumordnung (BBR) (Hrsg.): Börsennotierte Wohnungsunternehmen als neue Akteure auf
dem Wohnungsmarkt – Börsengänge und ihre Auswirkungen. BBSR-Online-Publikation 01/2017,
Bonn, Januar 2017.



Liebe Leserinnen und Leser,

Wohnungsunternehmen mit einer Börsennotierung sind erst seit wenigen Jahren eine relevante Anbietergruppe in Deutschland. Grund für ihren großen Bedeutungsgewinn sind die Börsengänge großer Wohnungsunternehmen und weitere Übernahmen von Mietwohnungsportfolios in der jüngsten Vergangenheit.

Was sind die Motive für die Börsengänge, welche Gründe haben zu dem ausgeprägten Wachstum dieser Anbietergruppe geführt und wie sind diese neuen Akteure auf dem Mietwohnungsmarkt einzuschätzen? Das Forschungsprojekt ordnet die Entstehung, Entwicklung und Besonderheiten der börsennotierten Unternehmen ein. Analysiert werden ihre Geschäftsmodelle, Bewirtschaftungsstrategien sowie Auswirkungen ihres Handelns auf Bestände und Mieter. Die Untersuchung widmet sich darüber hinaus der Frage, wie sich die Unternehmen in Bezug auf wohnungspolitische Herausforderungen wie Neubau, energetische Sanierung sowie bezahlbares Wohnen verhalten.

Die untersuchten börsennotierten Vermieter dominieren mittlerweile die Gruppe der größten Wohnungsunternehmen in Deutschland und besitzen zusammen rund 900.000 Mietwohnungen. Mit dieser Größenordnung haben sie allerdings bisher – mit Ausnahme von einzelnen regional konzentrierten Teilmärkten – keine marktbestimmende Position erreicht. Dennoch werden sich ihre spezifischen Geschäftsmodelle vermutlich zumindest indirekt auf die übrigen Marktteilnehmer auswirken.

Die Ergebnisse der Analyse zeigen insgesamt ein heterogenes Bild dieser Anbietergruppe. Das erfordert auch differenzierte Einschätzungen ihres Agierens am Markt. Die vorliegende Untersuchung steht in einer Reihe von Forschungsprojekten im Auftrag des Bundesbauministeriums und des BBSR, welche die Veränderungen der Anbieterseite analysieren und bewerten.

Ich wünsche Ihnen eine interessante Lektüre.

Direktor und Professor Harald Herrmann

Inhaltsverzeichnis

Kurzfassung	i
Abstract	vii
1 Einleitung	1
Ziele der Untersuchung	1
Inhalte der Untersuchung	2
Methodik der Untersuchung	3
2 Der börsennotierte Wohnungssektor: Abgrenzung und Bedeutung	4
Die wichtigsten Ergebnisse im Überblick	4
2.1 Abgrenzung und Einteilung der untersuchten Wohnungsunternehmen	4
2.2 Bedeutung der börsennotierten Wohnungsunternehmen für den Wohnungsmarkt.....	8
2.3 Regionale Bedeutung der börsennotierten Wohnungsunternehmen.....	11
2.4 Bedeutung der börsennotierten Wohnungsunternehmen für den Kapitalmarkt.....	14
3 Der börsennotierte Wohnungssektor: Entstehung, Entwicklung und Konsolidierung	17
Die wichtigsten Ergebnisse im Überblick	17
3.1 Entstehung der Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften.....	19
3.2 Börsengänge von Wohnungsunternehmen: Phasenbetrachtung	25
3.2.1 Entstehung und Herkunft der zu platzierenden Aktien	26
3.2.2 Prüfung der Börsenreife und Mandatierung	28
3.2.3 Strukturierung und Due Diligence	29
3.2.4 Unternehmensstudien und Equity Story	31
3.2.5 Pre-Marketing und Investor Education	33
3.2.6 Marketing, Bookbuilding und Zuteilung	33
3.2.7 Sekundärmarktphase	36
3.2.8 Zusammenfassende Betrachtung der Börsengänge von Wohnungsunternehmen	37
3.3 Der Handel mit Wohnungsaktien	39
3.3.1 Börsenplätze, Börsensegment und Indexzugehörigkeit	40
3.3.2 Kursentwicklung der Wohnungsaktien	41
3.3.3 Verhältnis der Aktienkurse zu den Immobilienwerten	42
3.4 Die Konsolidierung des börsennotierten Wohnungssektors durch Übernahmen	43
3.4.1 Bilanzielle Auswirkungen der Übernahme eines anderen börsennotierten Wohnungsunternehmens	44
3.4.2 Überblick über die Transaktionen bzw. Übernahmeversuche	45
3.4.3 Motivation der Übernahmetransaktionen	48

3.5	<i>Die Finanzierung der Übernahmetransaktionen (Übernahmefinanzierung)</i>	52
3.5.1	Fremdfinanzierungsinstrumente	53
	Bridge loans	53
	Besicherte Anleihen: Commercial Mortgage Backed Securities	55
	Unbesicherte Unternehmensanleihen (Bonds)	56
	Wandelanleihen (Convertibles)	60
	Hybridanleihen	61
3.5.2	Beteiligungsfinanzierungsinstrumente	62
3.5.3	Übernahmefinanzierungsstrategien börsennotierter Wohnungsunternehmen im Vergleich	66
4	Die Eigentümerseite der börsennotierten Wohnungsunternehmen	68
	Die wichtigsten Ergebnisse im Überblick	68
4.1	<i>Kontrollverhältnisse der börsennotierten Wohnungsunternehmen</i>	69
4.1.1	Abgrenzung und Bedeutung unterschiedlicher Aktionärstypen	69
4.1.2	Typisierung der börsennotierten Wohnungsunternehmen nach Kontrollverhältnissen	71
4.1.3	Einschätzung der unternehmerischen Handlungsspielräume aufgrund der gewandelten Kontrollverhältnisse	74
4.2	<i>Eigentumsverhältnisse nach Investorentypen</i>	75
4.3	<i>Anlage- und Portfoliostrategien ausgewählter Großaktionäre börsennotierter Wohnungsunternehmen</i>	80
5	Operatives Verhalten der börsennotierten Wohnungsunternehmen	84
	Die wichtigsten Ergebnisse im Überblick	86
5.1	<i>Einsatz der Werthebel zur Unternehmensoptimierung</i>	87
5.2	<i>Erlösoptimierung</i>	89
5.2.1	Mietpreispolitik	90
5.2.2	Leerstand und Erlösschmälerungen	93
5.3	<i>Kostenoptimierung</i>	94
5.3.1	Tarifoptimierung	94
5.3.2	Steuerpolitik	97
5.4	<i>Optimierung und Neugestaltung von Organisationen und Geschäftsprozessen</i>	99
5.5	<i>Optimierung der Wohnungsbestände durch Instandhaltung und Modernisierung</i>	104
5.6	<i>Portfoliostrategien</i>	109
5.6.1	Bildung strategischer Teil-Portfolios	110
5.6.2	Positionierungsstrategien	113
5.6.3	Räumliche Risikostreuung: Konzentration versus Diversifikation	116
5.6.4	Wohnungsneubau	117
5.6.5	Einzelprivatisierung	118

5.7	<i>Typisierung der Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften nach dem Investitionsverhalten</i>	120
5.8	<i>Performance und Risikolage der Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften: Bilanz- und Finanzkennzahlenanalyse</i>	122
6	Auswirkungen des operativen Verhaltens auf die regionalen Wohnungsmärkte	127
	Die wichtigsten Ergebnisse im Überblick	127
6.1	<i>Marktumfeld der börsennotierten Wohnungsunternehmen</i>	128
6.2	<i>Bedeutung der börsennotierten Wohnungsunternehmen in den Fokuskommunen</i>	131
6.3	<i>Auswirkungen auf die Wohnungsmärkte der Fokuskommunen: Investitions- und Mieterhöhungsverhalten</i>	133
6.4	<i>Engagement in Stadtentwicklungsprozessen</i>	135
6.5	<i>Konfliktfelder in der Mieter-Vermieter-Beziehung bei börsennotierten Wohnungsunternehmen</i>	137
7	Schlussfolgerungen	140
7.1	<i>Besonderheiten der börsennotierten Wohnungsunternehmen</i>	140
7.2	<i>Risikolage der börsennotierten Wohnungsunternehmen (Markt- und Finanzierungsrisiken)</i>	142
7.3	<i>Absehbare Auswirkungen auf die verschiedenen Stakeholdergruppen</i>	144
7.4	<i>Der Beitrag der börsennotierten Wohnungsunternehmen zur Bewältigung wohnungspolitischer Herausforderungen</i>	145
	Quellen	150
	Anhang	153
	<i>Anhang A: Börsennotierte Wohnungsunternehmen nach Rechtsform, Segment- und Indexzugehörigkeit</i>	154
	<i>Anhang B: Börsennotierte Wohnungsunternehmen: Marktkapitalisierung, Handelsvolumen und -intensität in 2014</i>	155
	<i>Anhang C: Motive für die Übernahme börsennotierter Wohnungsunternehmen</i>	156
	<i>Anhang D: Fallstudien: Börsengänge der GSW und der Deutschen Annington</i>	160
	Börsengang der GSW Immobilien AG	160
	Börsengang der Deutschen Annington Immobilien SE	161
	<i>Anhang E: Ausstehende Anleihen der börsennotierten Wohnungsunternehmen</i>	164
	<i>Anhang F: Fallstudie: Finanzierungsstrategie der Deutschen Annington / Vonovia</i>	172

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Anteile der Anbietergruppen am gesamten deutschen Mietwohnungsbestand 2015 in Prozent	10
Abbildung 2: Die größten Wohnungsunternehmen in Deutschland gemessen am eigenen Wohnungsbestand (2015)	11
Abbildung 3: Wohnungsbestände der börsennotierten Wohnungsunternehmen nach Bundesländern (2015)	12
Abbildung 4: Wohnungsbestände börsennotierter Wohnungsunternehmen in ausgewählten Regionen (2015)	13
Abbildung 5: Anteil der börsennotierten Wohnungsbestände an allen Mietwohnungen nach Bundesländern (2015)	14
Abbildung 6: Marktkapitalisierung EPRA Europe und EPRA Germany 2010 bis 2015 (jeweils 31.12.)	15
Abbildung 7: Entwicklung des Wohnungsbestands des börsennotierten Wohnungssektors zwischen 2000 und 2015.....	21
Abbildung 8: Börsennotierte Wohnungsunternehmen nach Unternehmenshistorie	25
Abbildung 9: Zeitlicher Ablauf des Börsengangs eines Wohnungsunternehmens	26
Abbildung 10: Typisierung von börsennotierten Wohnungsunternehmen nach Kontrollverhältnissen	72
Abbildung 11: Anteile Investorengruppen an der Marktkapitalisierung börsennotierter Wohnungsunternehmen 2015	76
Abbildung 12: TOP 15 Investoren 2015 – jeweiliger Anteil an der gesamten Marktkapitalisierung (35.582 Mio. €).....	77
Abbildung 14: Sektorale Marktkapitalisierung nach Herkunftsregionen der Investoren 2010 bis 2015	80
Abbildung 15: Betriebswirtschaftliche Optimierung von Wohnungsunternehmen	89
Abbildung 16: Mieterhöhungen nach Modernisierungen und Heizkostensparnis: 20 Fallbeispiele aus Dortmund	107
Abbildung 17: Aspekte der zukünftigen Portfoliostrategie	110
Abbildung 18: Matrix für die 9 Gesellschaften mit den Dimensionen externes und internes Wachstum	121
Abbildung 19: Entwicklung der Neu- und Wiedervermietungsflächen in den ausgewählten Fokuskommunen / -regionen.....	131
Abbildung 20: Anteile der börsennotierten Vermieter an den Mietwohnungsbeständen der Fokuskommunen	132
Abbildung 21: Häufigkeit der Rechtsberatungen nach Themenfeldern	137
Abbildung 22: Finanzielle Meilensteine der Deutschen Annington im Jahr 2013	173
Abbildung 23: Finanzielle Meilensteine der Deutschen Annington im Jahr 2014	174

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: In die Untersuchung einbezogene ehemals Private Equity-gesteuerte Wohnungsunternehmen (Gruppe 1).....	5
Tabelle 2: In die Untersuchung einbezogene neuausgerichtete Industrie- und Verkehrsunternehmen (Gruppe 2).....	6
Tabelle 3: In die Untersuchung einbezogene eigens für den Aufbau von Wohnimmobilienportfolien gegründete Aktiengesellschaften (Gruppe 3).....	7
Tabelle 4: Wohnimmobilieneigenbestand der börsennotierten Wohnungsunternehmen 2013-2015	9
Tabelle 5: Zeitliche Abfolge der Übernahmetransaktionen im börsennotierten Wohnungssektor	45
Tabelle 6: Überblick über die Übernahmetransaktionen	46
Tabelle 7: Kumulierte Verteilung des Wohnungsbestandes auf die börsennotierten Unternehmen zum 30.06.2015.....	47
Tabelle 8: Übernahmemotive	50
Tabelle 9: Verteilung der Anleiheschulden des börsennotierten Wohnungssektors	58
Tabelle 10: Veränderung der Kontrollverhältnisse der börsennotierten Wohnungsunternehmen im Zeitablauf	73
Tabelle 11: Klassifizierung der Investorentypen.....	76
Tabelle 12: Anlegertypen nach Anteilen an der Marktkapitalisierung im Festbesitz zwischen 2010 und 2015	79
Tabelle 12: Anlage- und Portfoliostrategien ausgewählter Aktionäre anhand ausgewählter Vergleichskriterien	84
Tabelle 13: Entwicklung der durchschnittlichen Nettokaltmieten in € pro m ² und Monat	91
Tabelle 14: Entwicklung der durchschnittlichen Nettokaltmieten: prozentualer Zuwachs gegenüber Vorjahr.....	91
Tabelle 15: Entwicklung der Nettokaltmieten (NKM) an ausgewählten Gagfah-Standorten 2006-2014	92
Tabelle 16: Leerstandsquoten in Prozent.....	93
Tabelle 17: Organisatorische Schwachstellen und die Mittel zu deren Beseitigung	100
Tabelle 18: Instandhaltungskosten in € pro m ² und Jahr	105
Tabelle 19: Instandhaltungs- und Modernisierungskosten in € pro m ² und Jahr	108
Tabelle 20: Einstufung der Unternehmen nach ihrem Investitionsverhalten	121
Tabelle 21: Risiko- und Performanceindikatoren, mehrjährige Durchschnitte 2011-2015.....	123
Tabelle 22: Risiko- und Performanceindikatoren 2015	123
Tabelle 23: Wachstumsrate der durchschnittlichen Nettokaltmieten verschiedener börsennotierter und landeseigener Wohnungsunternehmen in Berlin 2007-2014.....	134
Tabelle 24: Börsennotierte Wohnungsunternehmen nach Rechtsform, Segment- und Indexzugehörigkeit	154
Tabelle 25: Börsennotierte Wohnungsunternehmen: Marktkapitalisierung, Handelsvolumen und -intensität in 2014	155
Tabelle 26: Struktur der GSW-Platzierung	160

Tabelle 27: Ausstehende Anleihen der Deutsche Annington Finance B.V.....	165
Tabelle 28: Ausstehende Anleihen der Gagfah S.A.....	166
Tabelle 29: Ausstehende Anleihen der TAG Immobilien AG	167
Tabelle 30: Ausstehende Anleihen der Adler Real Estate AG	168
Tabelle 31: Ausstehende Anleihen der Deutsche Wohnen AG.....	169
Tabelle 32: Ausstehende Anleihen der conwert Immobilien Invest SE	170
Tabelle 33: Ausstehende Anleihen der Grand City Properties S.A.	171

Kurzfassung

Den Hintergrund für das Forschungsvorhaben bilden die wesentlichen Veränderungen auf der Angebotsseite des deutschen Mietwohnungsmarktes seit den 1990er Jahren, darunter vor allem auch die großen Übernahmen von ehemals gemeinnützigen Wohnungsbeständen bzw. -unternehmen durch Finanzinvestoren. Diese Übernahmen haben zunächst zur Entstehung großer inhaberkontrollierter privatwirtschaftlicher Wohnungsunternehmen geführt. Diese Unternehmen sind inzwischen größtenteils an die Börse gebracht worden. Die letzten Jahre waren von einigen großen Börsengängen und daneben von einer Reihe von Übernahmen und Fusionen durch die börsennotierten Wohnungsunternehmen als neue Marktakteure geprägt.

Das Ziel dieses Forschungsprojekts ist es, einen Überblick über die Struktur, den Umfang und die grundlegenden Funktionsweisen der Börsengänge von Wohnungsunternehmen in den letzten 15 Jahren zu geben. Im Vordergrund des Forschungsinteresses stehen Fragen nach den Hintergründen und Motiven der Börsengänge und nach den durch die Börsengänge und den nachfolgenden Aktienhandel ausgelösten Veränderungen der Kontroll- und Eigentumsverhältnisse. Außerdem stellen sich Fragen nach den dadurch ausgelösten Änderungen im operativen Verhalten der Unternehmen und nach den Auswirkungen der Struktur- und Verhaltensänderungen auf die Wohnungsbestände, die Mieter und die Wohnungsmärkte. In diesem Zusammenhang steht auch die Frage, welche Besonderheiten im Hinblick auf ihre Finanzierung und ihre Geschäftsmodelle die börsennotierten Wohnungsunternehmen gegenüber anderen Anbietergruppen kennzeichnen.

Untersuchungsmethodik

Für die Untersuchung werden unterschiedliche Untersuchungsmethoden eingesetzt. Um eine zuverlässige und möglichst objektive Daten- und Informationsbasis zu schaffen, werden als Datenquellen u.a. Jahresabschlüsse, Geschäftsberichte, Roadshow-Präsentationen, Pressemitteilungen und Angebotsunterlagen der untersuchten Unternehmen selbst herangezogen. Die Angaben zu den öffentlichen Wohnungsunternehmen basieren im Wesentlichen auf der GdW-Unternehmensstatistik sowie auf Beteiligungsberichten, Jahresabschlüssen und Geschäftsberichten.

Ergänzend hierzu wurde eine schriftliche Befragung der börsennotierten Unternehmen durchgeführt, in der nach ihren Geschäftsstrategien, ihrem Investitionsverhalten sowie nach ihren Portfolio- und Finanzierungsstrategien gefragt wurde. Außerdem wurde eine Vielzahl von Expertengesprächen mit Vertretern von Unternehmen, Aktienanalysten, Gewerkschaften sowie Kommunen und Mietervereinen geführt. In diesem Zusammenhang werden auch die Ergebnisse der im Januar 2016 vom Deutschen Mieterbund durchgeführten Befragung zu den Erfahrungen der Mitgliedsvereine mit großen kapitalmarktorientierten Wohnungsunternehmen verwendet.

Zur Erfassung der Auswirkungen des operativen Verhaltens der untersuchten Wohnungsunternehmen auf die regionalen Wohnungsmärkte wurden fünf Fokuskommunen (Berlin, Dortmund, Hamburg, Bonn und Dresden) näher untersucht und Stakeholder befragt. Der Aufklärung über die Finanzierungsstrategien und -instrumente börsennotierter Wohnungsunternehmen dient außerdem ein im September 2015 durchgeführter Workshop mit externen Experten von Banken, Ratingagenturen und Wohnungsunternehmen.

Ergebnisse der Untersuchung

Die heutigen börsennotierten Wohnungsunternehmen haben unterschiedliche *Entstehungshintergründe*. Neben den ehemals Private Equity-gesteuerten Wohnungsunternehmen finden sich auch Aktiengesellschaften, die schon über 100 Jahre in dieser Rechtsform ihre Geschäfte betrieben haben und die zu einem späteren Zeitpunkt ihr Geschäftsmodell neu (auf Wohnimmobilien) ausgerichtet haben. Andere für die Untersuchung relevante Aktiengesellschaften wurden zielgerichtet mit dem Fokus auf Wohnimmobilien-Investments neu gegründet.

Die *Bedeutung der börsennotierten Wohnungsunternehmen für die Wohnungsmärkte* ist zunehmend, aber noch nicht prägend. Während der Bearbeitung des Projektes ist es zu keinen größeren Verkäufen öffentlicher Wohnungsbestände bzw. -unternehmen mehr gekommen. Das börsennotierte Angebotssegment ist in dieser Zeit aber durch Zukäufe aus dem privatwirtschaftlichen, nicht-börsennotierten Bereich weiter gewachsen. Außerdem hat sich die Struktur des börsennotierten Angebotssegmentes durch intrasektorale Übernahmetransaktionen in den letzten Jahren erheblich gewandelt. Insgesamt sind den neun größeren börsennotierten Aktiengesellschaften Ende 2015 rund 890.000 Mietwohnungen (Eigenbestand) zuzuordnen. Das entspricht rund 3,8 Prozent des Mietwohnungsbestandes in Deutschland. Mittlerweile besitzen drei börsennotierte Vermieter eine sechsstellige Zahl von Wohnungen, darunter die Vonovia mit allein fast 400.000 Wohnungen. Dieser Konzentrationsprozess ist die Folge einer Kette von mittelgroßen und großen intrasektoralen Übernahmetransaktionen mit zeitlichem Schwerpunkt in den Jahren 2013-2015.

Trotz des starken Wachstums in den letzten Jahren kann von einer prägenden Wirkung der börsennotierten Wohnungsunternehmen auf den Gesamtmarkt derzeit nicht die Rede sein. Allerdings sind die Bestände der börsennotierten Vermieter räumlich in den größeren Städten und dort wiederum in bestimmten Quartieren konzentriert. Abgesehen davon enthalten sie einen hohen Anteil an Sozialwohnungen bzw. ehemaligen Sozialwohnungen. Besonders hohe Marktanteile der börsennotierten Wohnungsunternehmen sind in Berlin, Nordrhein-Westfalen und Sachsen festzustellen.

Das zentrale *Motiv für die Börsengänge* der großen inhaberkontrollierten privatwirtschaftlichen Wohnungsunternehmen bildet der Exit der Altgesellschafter. Allerdings wurde im ersten Schritt überwiegend nur ein Teil der Aktien aus dem Bestand der Altgesellschafter mit dem Börsengang platziert. Die weiteren Aktienverkäufe auf dem Weg zum Ausstieg sind je nach Lage auf den Aktienmärkten mit unterschiedlichem Tempo erfolgt. Durch die Börsengänge wird die Handelbarkeit der Wohnungsaktien erst ermöglicht und es ergeben sich für die Unternehmen neue Möglichkeiten der Finanzierung, unter anderen in Form von zukünftigen Kapitalerhöhungen und Anleiheemissionen. Neben den erweiterten Finanzierungsmöglichkeiten haben die Börsengänge und der nachfolgende Handel mit den Aktien eine große Bedeutung für die weitere Entwicklung der Kontroll- und Eigentumsverhältnisse.

Deren Entwicklung ist bisher einerseits von wachsenden Streubesitzanteilen, andererseits aber auch von intrasektoralen Übernahmen und Fusionen geprägt. Für die Möglichkeit solcher Zusammenschlüsse von Unternehmen bildet die *Übernahmefinanzierung börsennotierter Wohnungsunternehmen* eine entscheidende Voraussetzung. Die Unternehmenskäufe von börsennotierten Wohnungsunternehmen werden mit Hilfe des Kapitalmarktes finanziert, indem entweder Anleihen begeben oder Beteiligungsfinanzierungsinstrumente eingesetzt werden. Da Anleihen und mehr noch Kapitalerhöhungen spezifische Instrumente börsennotierter Gesellschaften sind, ist der Börsengang eine fast zwangsläufige Voraussetzung für die beobachteten externen Wachstumsprozesse dieser Wohnungsunternehmen. Die zahlreichen Übernahmen im börsennotierten Angebotssegment waren in erster Linie durch Effizienzsteigerungen („Synergien“) aus Kostensenkungen einschließlich der

Finanzierungskosten motiviert. Das theoretische Konzept des „Marktes für Unternehmenskontrolle“ bietet hierfür einen Erklärungsrahmen. Weitere Faktoren, die den dynamischen Verlauf bei den Übernahmen in den letzten Jahre begünstigten, waren die Erwartung weiter steigender Immobilienpreise bei gleichzeitig günstigen Finanzierungsbedingungen sowie die den Konzentrationsprozessen offenbar innewohnende Eigendynamik.

Die verfügbaren Fremdfinanzierungsoptionen hängen von der Unternehmensgröße, vom Vorhandensein eines externen Ratings sowie davon ab, ob das Unternehmen börsen- und indexnotiert ist. Ein Rating erschließt den Zugang zum Finanzierungsinstrument der Unternehmensanleihen. Börsennotierung und Emittentenrating wirken sich günstig auf die darstellbaren Volumina und die Zinskonditionen und damit auf die Wettbewerbsposition aus. Innerhalb der Gruppe der börsennotierten Wohnungsunternehmen lassen sich Unterschiede bei den Finanzierungskosten feststellen.

Die Börsengänge haben zu einer *Veränderung der Finanzierungsstrukturen und der Finanzierungsrisiken* der börsennotierten Wohnungsunternehmen geführt. Durch die größere instrumentelle Flexibilität (insbesondere Kapitalerhöhungen und Anleihefinanzierung) hat sich ein Zugewinn an unternehmerischer Handlungsfreiheit eingestellt. Mit der Ablösung der unflexiblen CMBS-Strukturen durch unbesicherte Anleihen und Bankdarlehen verliert die Gläubigerseite wesentlich an Einflussmöglichkeiten auf unternehmerische Entscheidungen. Die fundamentalen Änderungen auf der Finanzierungsseite haben zu ausgewogeneren Fälligkeitsstrukturen auf den Passivseiten der Bilanzen geführt, so dass Prolongations- und Zinsänderungsrisiken nur noch in abgeschwächter Form bestehen. Die börsennotierten Wohnungsunternehmen sind damit resilienter als ihre von Finanzinvestoren beherrschten Vorläufer, aber es bestehen weiterhin Finanzierungsrisiken.

Die *Eigentümerseite der börsennotierten Wohnungsunternehmen* war als Folge der Börsengänge einem fundamentalen Wandel unterworfen. In fast allen Fällen haben sich nach den Börsengängen die Kontrollverhältnisse entscheidend geändert: Die Unternehmen haben sich als Folge der Börsengänge und des nachfolgenden Aktienhandels von inhaberkontrollierten Gesellschaften zu Publikums-Aktiengesellschaften entwickelt. Die wichtigsten börsennotierten Wohnungsunternehmen weisen heute Streubesitzquoten von über 80 Prozent auf. Der Grund für diese Entwicklung liegt darin, dass die ehemals dominierenden Primärinvestoren ihre Aktienpakete größtenteils veräußert haben.

Aus den hohen Streubesitzquoten hat sich für die Unternehmensorgane eine *Zunahme der unternehmerischen Freiheitsgrade*, aber gleichzeitig auch ein *hoher Performancedruck* ergeben. Die Erkenntnisse aus den Expertengesprächen und die Äußerungen von Unternehmensvorständen deuten darauf hin, dass sich mit den hohen Streubesitzquoten die unternehmerische Handlungsfreiheit der Unternehmensorgane aufgrund einer insgesamt geringeren Kontrollintensität der Aktionäre erhöht hat. Auf der anderen Seite bewegen sich börsennotierte Wohnungsunternehmen und ihre Vorstände in einem hochtransparenten Umfeld (zum Beispiel Berichtspflichten, Ratings ihrer Anleiheemissionen), das Defizite in der Performance sanktioniert.

Bei den börsennotierten Wohnungsunternehmen sind neben Kleinaktionären auch *langfristige Paketaktionäre* investiert. Die langfristige Perspektive dieser Investoren prägt auch das Verhalten der börsennotierten Wohnungsunternehmen. Bei der Analyse der Investorengruppen nach ihrer Bedeutung und Herkunft wird deutlich, dass die im (bekannten) Festbesitz befindlichen Aktien der börsennotierten Wohnungsunternehmen im Jahr 2015 insbesondere von Vermögensverwaltungen, Investmenthäusern und Staatsfonds gehalten werden. Die Analyse der Anlage- und Portfoliostrategien der Investorenseite zeigt, dass bei aller Unterschiedlichkeit besonders Aktionäre mit einem langen Anlagehorizont eine Rolle spielen. Es kann

vermutet werden, dass sich die überwiegend langfristigen Strategien dieser Investoren indirekt auch in den Strategien und im operativen Verhalten der untersuchten Wohnungsunternehmen widerspiegeln.

Im Hinblick auf das *operative Verhalten* der börsennotierten Wohnungsunternehmen lassen sich wesentliche Unterschiede zwischen den einzelnen Unternehmen feststellen. Abgesehen davon ändern sich die Strategien auch im Zeitablauf. Gemeinsam ist den börsennotierten Anbietern ihre Neigung, mehrere Werthebel gleichzeitig zu aktivieren und die einzelnen Werthebel zum Teil sehr weitgehend auszureizen. In dieser Hinsicht ist die Gruppe der öffentlichen Wohnungsunternehmen zurückhaltender. Insbesondere können bestimmte größenabhängige Werthebel von den kleineren und mittelgroßen Anbietern dieser Gruppe weniger genutzt werden.

Die börsennotierten Wohnungsunternehmen setzen eine breite Palette von *Werthebeln zur betriebswirtschaftlichen Optimierung* ein. Sie optimieren unter anderem ihre Erlöse, Geschäftsprozesse, Investitionen und Portfoliostrategien:

- Auf der Einnahmenseite nutzen alle börsennotierten Wohnungsunternehmen – wie auch schon unter der Kontrolle der Finanzinvestoren – Mieterhöhungsspielräume weitestgehend aus. Außerdem nutzen sie die Mieterfluktuation und Modernisierungen als zusätzliche Mieterhöhungskanäle. Diesbezüglich bestehen Unterschiede im Vergleich mit den Unternehmen aus dem öffentlichen Sektor. Beim Leerstandsabbau erweisen sich die börsennotierten Wohnungsunternehmen alles in allem erfolgreicher als die öffentlichen Wohnungsunternehmen.
- Die Optimierung und Neugestaltung der Geschäftsprozesse wurde bereits unter der Kontrolle der Finanzinvestoren vorangetrieben. Die Veränderungen nach den Börsengängen sind auf diesem Gebiet daher nicht fundamental. Es handelt sich eher um Schwerpunktverlagerungen. Die öffentlichen Wohnungsunternehmen optimieren dagegen ihre Prozesse überwiegend weniger tiefgreifend als die börsennotierten, wobei die kleinen und mittelgroßen Unternehmen bestimmte größenabhängige Werthebel auch kaum nutzen können.
- Die Investitionen in die Wohnungsbestände haben nur einzelne börsennotierte Wohnungsunternehmen nach ihrem Börsengang wesentlich aufgestockt. Es überwiegen die Anbieter, die hier nach wie vor auch im Vergleich mit dem Durchschnitt der kommunalen Wohnungsunternehmen Zurückhaltung üben. Dies betrifft aber weniger die Modernisierungen als die laufenden aufwandswirksamen Instandhaltungsmaßnahmen. Ein wichtiges Untersuchungsergebnis sind die großen Unterschiede im Investitionsniveau der einzelnen Unternehmen. Innerhalb der untersuchten Anbietergruppe finden sich Unternehmen, die ihre Instandhaltungskosten dauerhaft minimieren neben solchen mit einer sehr hohen Investitionsneigung, die insbesondere ihre Modernisierungsinvestitionen deutlich ausgeweitet haben.
- Bei den Portfoliostrategien kann für die Zeit nach den Börsengängen eine Verfeinerung bestehender Strategien konstatiert werden. Anders als die Mehrheit der öffentlichen Wohnungsunternehmen, die man als Bestandhalter ansehen kann, betreiben alle börsennotierten Wohnungsunternehmen ein aktives umschlagsorientiertes Portfoliomanagement. Sie bilden strategische Teil-Portfolios nicht nur, um ihre Bestandsinvestitionen zu steuern, sondern auch, um Teilbestände zum Verkauf vorzusehen. Für die börsennotierten Wohnungsunternehmen ist die räumliche Verteilung der Bestände wichtig. Überwiegend werden hier räumlich fokussierte Strategien (einzelne Bundesländer, bestimmte Metropolen wie Berlin, Städtekatégorien) angewendet. Eine Reihe von börsennotierten Wohnungsunternehmen hat nach dem Börsengang die räumliche Portfolioallokation durch Übernahmen sowie An- und Verkäufe von Teilportfolios deutlich anders ausgerichtet. Als Neubauträger haben sich – im Unterschied vor allem zu kommunalen Wohnungsunternehmen – bis jetzt nur einzelne börsennotierte Anbieter hervorgetan. Auch die Einzelprivatisierung von Wohnungen wird von den meisten börsennotierten Wohnungsunternehmen nicht mehr als zentraler Werttreiber angesehen.

Die von den untersuchten Wohnungsunternehmen verfolgten *Strategien unterscheiden sich* in wesentlichen Aspekten. Es gibt aber auch übergeordnete Gemeinsamkeiten. Während besonders bei den Investitions- und Portfoliostrategien deutliche Unterschiede festzustellen sind, haben die verfolgten Strategien insgesamt doch eine starke *Wachstumsorientierung* gemeinsam. Die börsennotierten Wohnungsunternehmen streben offensichtlich stärker als andere Anbietergruppen am Wohnungsmarkt nach Expansion, Größe und hohen Marktanteilen. Sie haben bessere Voraussetzungen für externes Wachstum, weil sie abhängig von der Kapitalmarktsituation über ergiebige Instrumente der Beteiligungs- und Anleihefinanzierung verfügen, die den anderen Anbietergruppen nicht offenstehen. Die Unternehmensgröße kann in diesem Zusammenhang als ein wertschaffendes Merkmal angesehen werden, da mit zunehmender Größe eines Wohnungsbestandes die Spezialisierung und Arbeitsteilung weiter vorangetrieben werden kann. Größe ist auch eine unabdingbare Voraussetzung für das effiziente Insourcing von Prozessen. Die Typisierung der Strategien zeigt, dass die börsennotierten Wohnungsunternehmen insgesamt eine große Bandbreite von Geschäftsmodellen verfolgen. Von einer Konvergenz der Strategien oder des operativen Verhaltens dieser Anbietergruppe kann derzeit nicht gesprochen werden.

Im Hinblick auf die *Risikoexposition* der börsennotierten Wohnungsunternehmen kann man feststellen, dass die Risiken sich aufgrund stabilerer Finanzierungsbedingungen und einer langfristigeren Orientierung verringert haben. Die börsennotierten Wohnungsunternehmen sind insgesamt deutlich stabiler und weniger riskant finanziert als vor den Börsengängen. Das günstige Umfeld an den Immobilien- und Kapitalmärkten, die betriebswirtschaftlichen Optimierungen und bis zu einem gewissen Grad auch die langfristige Orientierung der Unternehmen sind wichtige Gründe für die aktuell überwiegend gute bis sehr gute wirtschaftliche Verfassung der meisten börsennotierten Wohnungsunternehmen. Risiken bestehen allerdings in der hohen Abhängigkeit von den Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt (Möglichkeit einer Zinswende mit deutlich steigenden langfristigen Zinsen). Diese Abhängigkeit ist bei den anderen Vermietergruppen in geringerem Maße vorhanden.

Die *Auswirkungen des operativen Verhaltens* der börsennotierten Wohnungsunternehmen auf die *regionalen Wohnungsmärkte* sind differenziert zu bewerten. Die meisten börsennotierten Wohnungsunternehmen sind sowohl in schrumpfenden als auch in wachsenden Märkten aktiv. Das Verhalten der börsennotierten Wohnungsunternehmen vor Ort wird von jeweiligen Marktumfeld ebenso geprägt wie vom Konkurrenzumfeld. Auch der eigene Marktanteil, die Qualität der eigenen Wohnungsbestände und besonders die übergreifenden Investitions- und Portfoliostrategien prägen das lokale und regionale Verhalten der börsennotierten Vermieter.

Die Mitwirkung der börsennotierten Wohnungsunternehmen an Stadtentwicklungsprozessen in den Fokuskommunen (Dresden, Berlin, Dortmund, Hamburg, Bonn) ist nicht besonders aktiv und besonders auf problematische Großsiedlungen bezogen, wo sie große Marktanteile haben. Als Neubauakteure sind die börsennotierten Wohnungsunternehmen bislang hauptsächlich in Metropolen wie Hamburg und Berlin aufgetreten. Sie sind auf diesem Gebiet von Ausnahmen abgesehen zurückhaltend.

An den nicht angespannten Wohnungsmärkten gibt die ortsübliche Vergleichsmiete den Mietentwicklungspfad für alle Anbieter vor. Doch sorgen die beobachteten umfassenden energetischen Modernisierungsmaßnahmen des größten börsennotierten Wohnungsunternehmens dafür, dass gerade an diesen Märkten modernisierungsbedingte Mieterhöhungen nach § 559 BGB eine Rolle bei der Steigerung der Mieteinnahmen spielen. Die gleichzeitige Nutzung von KfW-Finanzierungen begrenzt zwar die Folgen für das Mietpreinsniveau. Allerdings sind die Änderungen für die betroffenen Mieter deutlich spürbar, da das Verhältnis der eingesparten Heizkosten zu den umlagebedingten Mieterhöhungen unter den derzeitigen Rahmenbedingungen ungünstig für die Nutzer ausfällt.

An den untersuchten angespannten Wohnungsmärkten haben die großen börsennotierten Wohnungsanbieter die Mieteinnahmen nicht stärker gesteigert als die öffentlichen Wohnungsunternehmen. Es gibt allerdings Anzeichen für im Vergleich mit den kommunalen Unternehmen höhere Angebotsmieten im Falle von Wiedervermietungen, wobei sich ein spürbarer Einfluss auf die Durchschnittsmieten der börsennotierten Unternehmen für die untersuchten Wohnungsmärkte aber nicht nachweisen ließ.

Das Verhältnis der börsennotierten Anbieter zu ihren Mietern kann als gespannt und konfliktbeladen bezeichnet werden, wie die Recherchen bei den Mietervereinen ergeben haben. Besonders viele Auseinandersetzungen gibt es über Betriebskostenabrechnungen, aber auch Mieterhöhungen haben sich als streitanfällig erwiesen. Die Konfliktbereitschaft der börsennotierten Anbieter ist dabei sehr unterschiedlich ausgeprägt. Auch innerhalb der Unternehmen gibt es Konflikte. Die Mitarbeiter börsennotierter Wohnungsunternehmen sind von Reorganisationen und Prozessoptimierungen in Form von Arbeitsverdichtung und zunehmendem Leistungsdruck sowie zum Teil auch in Form von schlechterer Bezahlung für dieselbe Arbeit betroffen. Mitbestimmt sind nur zwei der untersuchten Unternehmen.

Eine *zusammenfassende Bewertung* der börsennotierten Wohnungsunternehmen fällt wegen der beobachteten Heterogenität ihres Verhaltens nicht leicht. Da eine Reihe von großen Unternehmen erst vor kurzem an die Börse gegangen ist, ist außerdem der Beobachtungszeitraum für verlässliche Aussagen über das zukünftige Verhalten der Unternehmen auch unter veränderten Rahmenbedingungen noch zu kurz. Davon abgesehen unterscheiden sich die verfolgten Geschäftsmodelle und es gibt bislang keine Hinweise darauf, dass sich hieran etwas ändern wird. Eine Konvergenz der Geschäftsmodelle deutet sich bisher jedenfalls nicht an. Ob die Risiken die Chancen überwiegen oder umgekehrt, ist daher eine Frage der individuellen Perspektive und der Gewichtung der Argumente. Dabei ist zwischen den einzelnen Unternehmen zu differenzieren, denn es gibt wahrnehmbare Unterschiede im Verhalten gegenüber den wesentlichen Stakeholdergruppen.

Insgesamt ist das Segment der börsennotierten Wohnungsunternehmen derzeit aber nicht groß genug, um den Wohnungsmarkt in Deutschland prägen zu können. Indirekte Auswirkungen können sich allerdings ergeben, wenn andere Anbieter ihre Geschäftsmodelle und Wertsteigerungsstrategien nachzuahmen beginnen.

Abstract

The background of the research project are the major changes on the supply side of the German rental housing market since the 1990s. These include the major acquisitions of formerly not-for-profit housing stock or companies by financial investors. Those acquisitions have initially led to the emergence of large owner-controlled private housing companies. These companies have by now largely gone public. The last few years have been marked by a number of major IPOs along with a series of mergers and acquisitions implemented by the listed housing organizations.

The aim of this research project is to provide an overview of the structure, the scope and the basic functions of the IPOs in the German housing industry in the last 15 years. The focus of the research interest is on the background and the motives of the IPOs and on the changes in control and ownership structures triggered by the IPOs and the subsequent trade in equities. In addition, there are questions about the resulting changes in the operational behavior of the companies and the effects of the structural and behavioral changes on housing stock, tenants and housing markets. In this context, the question is which peculiarities with regard to their financing and their business models characterize the listed housing companies as compared to other groups of rental housing providers.

Research methodology

Different research methods are used in this study. In order to create a reliable and possibly objective data and information base, amongst other information, annual accounts and reports, roadshow presentations, press releases and tender documents of the companies under investigation were used as data sources. The information on the public housing companies is mainly based on the GdW company statistics, as well as on investment reports, annual financial statements and annual reports.

In addition, a written survey was conducted of the listed housing companies, which asked for their management strategies, their investment behavior and their portfolio and financing strategies. Also, a number of expert discussions were held with representatives of companies, equity analysts, trade unions as well as municipalities and tenant associations. In this context, the results of the survey conducted by the German tenant association in January 2016 on the experiences of the member associations with large capital-market-oriented housing companies are also used.

In order to capture the impact of the operating behavior of the surveyed housing companies on the regional housing markets, five focus communities (Berlin, Dortmund, Hamburg, Bonn and Dresden) were investigated more closely and local stakeholders were interviewed. In addition, a workshop with external experts from banks, rating agencies and housing companies was held in September 2015 with a focus on the financing strategies and instruments of listed housing companies.

Research findings

Today's listed housing companies have *different origins*. In addition to the formerly private-equity-controlled housing companies, there are also companies which have been operating in this legal form for more than 100 years and have refocused their business model at a later stage on residential real estate. Other companies relevant to the investigation were newly established with the focus on residential real estate investments.

The *importance of listed housing companies* for the housing markets is increasing but not yet formative. During the processing of the project, there were no more major sales of public housing stock or companies to the private sector. In this period, however, the listed market segment continued to grow via acquisitions from the private, non-listed sector. In addition, the structure of the listed supply side segment has changed considerably in recent years due to intra-sectoral takeover transactions. In total, the nine major listed housing stock corporations control around 890,000 rented dwellings (own stock) at the end of 2015. This corresponds to about 3.8 percent of the rental housing stock in Germany. In the meantime, three listed housing organisations have a six-digit number of dwellings, including the Vonovia, with almost 400,000 dwellings alone. This concentration process is the result of a chain of medium-sized and large intra-sectoral takeover transactions with a time focus in the years 2013-2015.

Despite the strong growth in recent years, the impact of the listed housing companies on the overall housing market cannot be still limited at present. However, the stocks of the listed landlords are spatially concentrated in the larger cities and there again in certain neighborhoods. Apart from this, they contain a high proportion of social housing or former social housing stock. Particularly high market shares of the listed housing companies are to be observed in Berlin, North Rhine-Westphalia and Saxony.

The *central motive for the IPOs* of the large owner-controlled private housing companies is the exit of the former shareholders. However, in the first step, only a part of the shares from the stock of the original shareholders was placed at the stock exchanges. The remaining shares were sold at different paces on the way to the final exit, depending on the situation at the stock markets. The IPOs have made the tradability of the housing stock possible and have also created new financing opportunities, among other things in the form of future capital increases and bond issues. In addition to the extended financing options, the IPOs and subsequent stock trading are of great importance for the further development of control and ownership.

These were, on the one hand, characterized by a growing number of free-float shares, but also by intra-sectoral acquisitions and mergers. For the possibility of such mergers of companies, the *acquisition financing of listed housing companies* is a crucial prerequisite. The takeovers of listed housing companies are financed by means of the capital market, e.g. issuance of corporate bonds or use of equity financing instruments. As bonds and capital increases are specific instruments of listed companies, the IPO is an almost inevitable precondition for the observed external growth processes of these housing companies. The numerous acquisitions in the listed supply side segment were motivated primarily by efficiency gains ("synergies") from cost reductions, including financing costs. The theoretical concept of the "market for corporate control" provides an explanatory framework for this. Other factors which favored the dynamic development of the acquisitions in recent years were the expectation of further rising real estate prices and favorable financing conditions as well as the dynamics inherent in concentration processes.

The available debt financing options depend on the size of the company, the existence of an external rating, and whether the company is listed at the stock exchange and included in a stock market index. A rating provides access to the financing instrument of corporate bonds. Stock exchange listing and issuer ratings have a favorable effect on the financial volumes that can be attained and the interest rate conditions and thus on the relative competitive position. Within the group of the listed housing companies, there are large differences in financing costs.

The IPOs have led to a change in the *financing structures and the financing risks* of the listed housing companies. The increased instrumental flexibility (in particular capital increases and bond financing) has led to an increase in entrepreneurial freedom of action. By replacing the inflexible CMBS structures with unsecured bonds and bank loans, the creditor side loses a lot of influence on entrepreneurial decisions. The fundamental changes on the financing side have led to a more balanced maturity structure on the liabilities side of the balance sheets, so that the risks of prolongation and interest rate fluctuations are weaker. The listed housing companies are thus more resilient than their predecessors controlled by financial investors, but there are still financing risks.

The *owner side of the listed housing companies* was subject to fundamental change as a result of the IPOs. In almost all cases, control conditions changed drastically after the IPOs. As a result of the IPOs and the subsequent stock trading, the companies have developed from owner-controlled companies into public stock corporations. The most important listed housing companies now have free float quotas of over 80 per cent. The reason for this development is that the formerly dominating primary investors have largely sold their equity stakes.

The IPOs have led to high free float quotas, resulting in an *increase of entrepreneurial freedom* for the corporate bodies as well as in an *increase in performance pressure*. The findings of the expert interviews and the comments of company directors suggest that the high free-float quotas have increased the entrepreneurial freedom of action of the corporate bodies due to an overall lower control intensity of the shareholders. On the other hand, listed housing companies and their executive boards act in a highly transparent environment (for example reporting requirements, ratings of their bond issues), sanctioning deficits in performance.

However, the listed housing companies have not only small shareholders, but also some *long-term shareholders with larger equity stakes*. The longer-term perspective of these investors also forms the behavior of the listed housing companies. An analysis of the different investor groups according to their significance and origin has revealed that the permanently held shares of the listed housing companies are held in particular by asset managers, investment houses and state funds in 2015. The analysis of the investment and portfolio strategies of the investors shows that, despite important differences, shareholders with a long investment horizon are particularly important. It can be assumed that the predominantly long-term strategies of these investors are indirectly reflected in the strategies and operational behavior of the surveyed housing companies.

With regard to the *operational behavior* of the listed housing companies, significant differences between the individual companies can be observed. Apart from this, the strategies also change over time. The listed rental housing providers have a tendency in common to activate several value drivers at the same time, and in some cases, to exhaust the individual value drivers to the limit. In this respect, the group of public housing companies is more cautious. In particular, certain size-dependent value drivers can hardly be used by the smaller and medium-sized suppliers of this group.

The listed housing companies use a wide range of *value drivers to optimize their business operations*. They optimize, among other things, their revenues, business processes, investments and portfolio strategies:

- On the revenue side, all listed housing companies – as well as under the prior control of the financial investors – take advantage of possibilities to increase their rent income. In addition, they use tenant fluctuation and modernization as

additional rent increase channels. In this respect, there are differences in comparison with public sector housing companies. In terms of vacancy rates, the listed housing companies are all in all more successful than the public housing organizations.

- The optimization and reorganization of the business processes was already promoted under the control of the financial investors. The changes after the IPOs are therefore not fundamental in this field. It is more about a shift of emphasis. Public housing companies, on the other hand, tend to optimize their processes to a lesser extent than their listed counterparts, the small and medium-sized companies hardly being able to make use of certain size-dependent value drivers.
- Investments in the housing stock were only significantly increased by individual listed housing companies after their IPO. There is a large number of listed housing providers, which are still reluctant to invest in their housing stock in comparison with the average of municipal housing companies. However, this is less the case for modernization than for ongoing maintenance. An important research result is the large difference in the stock investment level of the individual companies. Within the investigated group of listed housing providers, there are companies which permanently minimize their maintenance costs, in contrast to those with a very high propensity to invest, which have, in particular, significantly expanded their modernization investments.
- In the field of portfolio strategies, a refinement of existing strategies can be stated for the time after the IPOs. In contrast to the majority of public housing companies, which can be viewed as buy and hold investors, all listed housing companies pursue an active portfolio management. They form strategic sub portfolios not only to manage their portfolio investments, but also to provide partial portfolios for sale. The spatial distribution of their housing stock is especially important for listed housing companies. In this field, spatially focused strategies (individual states, certain metropolises such as Berlin, city categories) are predominant. After their IPO, a number of listed housing companies has significantly altered the spatial portfolio allocation via takeovers as well as via the purchase and sale of sub-portfolios. In contrast to municipal housing companies only a few listed housing providers have acted as property developers. Also the individual privatization of housing is no longer regarded as a central value driver by most listed housing companies.

Whilst the individual strategies and particularly the investment and portfolio strategies pursued by listed housing corporations differ markedly, the strategies pursued have a strong *growth orientation* in common. The listed housing companies are obviously striving more strongly than other groups of suppliers for expansion, size and high market shares. They have better conditions for external growth because, depending on the capital market situation, they have ample access to instruments of equity and bond financing that are not available to the other groups of housing providers. In this context, the size of the company can be regarded as a value-adding feature since the specialization and division of labor can be further advanced with the increasing size of a housing stock. Size is also an indispensable prerequisite for the efficient insourcing of processes. The typing of the strategies shows that the listed housing companies pursue a wide range of business models. There are currently no signs of a convergence of the strategies or the operational behavior of this group of housing providers.

With regard to the *risk exposure* of the listed housing companies, it can be said that the risks have decreased due to more stable financing conditions and a more long-term orientation. On the whole, the listed housing companies are much more financially stable and less risk-exposed than before the IPOs. The favorable environment on the real estate and capital markets, the optimization of the business processes and, to a certain extent, the longer-term orientation of the companies are important reasons for the currently predominantly positive economic condition of most listed housing companies. Risks,

however, prevail because of the high dependency on capital market developments (possibility of an interest rate reversal with significantly rising long-term interest rates). This kind of dependence is less important for other groups of landlords.

The effects of the operational behavior of the listed housing companies on the regional housing markets are differentiated. Most of the listed housing companies are active both, in shrinking and growing markets. The behavior of listed housing companies is formed by the respective market environment as well as by the competition environment. The local and regional behavior of the listed landlords is also determined by their own regional market share, the quality of their own housing stock, and particularly by the overarching investment and portfolio strategies.

The participation of the listed housing companies in urban development processes in the focal cities (Dresden, Berlin, Dortmund, Hamburg, Bonn) is not particularly active and it is for the most part related to problematic large-scale settlements where they have large market shares. As residential developers the listed housing companies have so far mainly appeared in metropolises such as Hamburg and Berlin. Subject to exceptions, as a group they are very reserved in this field. However, behavioral changes seem to be underway here.

In relaxed housing markets, the local reference rents provide the rent development path for all housing supplies. However, the comprehensive energetic modernization measures of the largest listed housing company ensured that modernization-related rent increases in accordance with § 559 BGB play a role in increasing total rental income. The simultaneous use of KfW financing limits the consequences for the rental price level. However, the changes are noticeable for the tenants concerned, since the ratio of the saved heating costs to the related rent increases is mostly unfavorable for the tenants under the current conditions.

In the tight housing markets surveyed, the large listed housing companies did not increase the rental income more than the public housing companies. There are, however, indications of higher rents in case of re-letting as compared to municipal companies. However, there was no evidence of a significant impact on the average rents of listed companies in the surveyed housing markets.

The relations of the listed housing organizations to their tenants can be described as strained and conflictual, as research by the tenant associations has revealed. There are particularly many disputes about operating cost statements, but also rent increases have proven to be controversial. The willingness to deal with conflicts is very different between the individual listed housing providers. There are also conflicts within companies. The employees of listed housing companies are affected by reorganizations and process optimizations in the form of work compaction and increasing performance pressure and partly also in the form of poorer pay for the same work. Only two of the companies under investigation are subject to co-determination.

A comprehensive assessment of the listed housing companies is not easy because of the heterogeneity of their observed behavior. Since a number of large companies has just recently entered the stock market, the observation period for reliable statements about their future behavior is still too short. Apart from this, the business models pursued differ and there are so far no indications that this will change. A convergence of the business models does not yet appear to be the case at all. Whether the risks outweigh the opportunities or vice versa is therefore a question of individual perspective and of the weighting of arguments. Also a distinction must be made between individual companies because there are perceptible differences in their respective behavior against the main stakeholder groups.

Generally seen the supply side segment of the listed housing companies is currently simply not large enough to shape the overall housing market in Germany. Indirect effects may however arise when other providers begin to mimic their business models and value enhancement strategies.

1 Einleitung

Seit Ende der 1990er Jahre haben sich wichtige Teilbereiche des deutschen Mietwohnungsmarktes tiefgreifend verändert. Investoren, darunter auch Finanzinvestoren aus dem Ausland, haben in großem Umfang Mietwohnungsportfolios bzw. ganze Wohnungsunternehmen in Deutschland erworben. Auf der Verkäuferseite standen neben der öffentlichen Hand insbesondere Industriekonzerne, die sich von ihren Werkswohnungstöchtern getrennt haben. Einen vorläufigen Höhepunkt erreichte das Transaktionsgeschehen in den Jahren unmittelbar vor der Finanzkrise. Die übernommenen Unternehmen (zum Beispiel Viterra, NILEG, LEG, WOBA) wurden von den Investoren in Wohnungskonzerne wie die Gagfah Group oder die Deutsche Annington eingegliedert. Diese als „Investitionsplattformen“ dienenden Wohnungskonzerne hatten entweder bereits zum Ankaufzeitpunkt die Rechtsform einer Aktiengesellschaft oder sie wurden später in eine solche umgewandelt. Die Finanzinvestoren haben die Aktiengesellschaften zum geeigneten Zeitpunkt an die Börse gebracht und ihre eigenen Aktien überwiegend verkauft. Als Folge der Börsengänge und des nachfolgenden Aktienhandels ist die Kontrolle über die Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften von den Primärinvestoren in andere Hände übergegangen.

Die aktuell dynamische Entwicklung der Anbietergruppe der börsennotierten Wohnungsunternehmen auf den Wohnungs- und Kapitalmärkten und der damit verbundene erhebliche Bedeutungszuwachs (Wohnungsbestand Ende 2015 rund 900 Tausend Wohnungen), bilden den Hintergrund für dieses Forschungsvorhaben. Trotz der momentan großen medialen Aufmerksamkeit erscheint das Angebotssegment der börsennotierten Wohnungsunternehmen derzeit noch wenig greifbar und transparent. Die Unternehmen werden von den verschiedenen Stakeholdergruppen (u.a. Aktionäre, Analysten, Mieter, Kommunen, Mitarbeiter, Management) aus ihrer jeweiligen Perspektive unterschiedlich wahrgenommen und beschrieben. Dies gilt insbesondere hinsichtlich der Auswirkungen des Bewirtschaftungsverhaltens dieser Unternehmen. Eine umfassende Gesamtdarstellung des börsennotierten Angebotssegments auf dem Wohnungsmarkt, die die finanzwirtschaftliche mit der wohnungswirtschaftlichen Perspektive verbindet, fehlte bislang.

Ziele der Untersuchung

Das Ziel der Studie ist es, einen Überblick über die Struktur, den Umfang und die grundlegenden Funktionsweisen der Börsengänge von Wohnungsunternehmen zu geben. Im Vordergrund des Forschungsinteresses stehen Fragen nach den Hintergründen und Motiven der Börsengänge und nach den durch die Börsengänge und den nachfolgenden Aktienhandel ausgelösten Veränderungen der Kontroll- und Eigentumsverhältnisse. Außerdem stellen sich Fragen nach den dadurch ausgelösten Änderungen im operativen Verhalten der Unternehmen und nach den Auswirkungen der Struktur- und Verhaltensänderungen auf die Wohnungsbestände, die Mieter und die Wohnungsmärkte. In diesem Zusammenhang steht auch die wichtige Frage, welche Besonderheiten im Hinblick auf ihre Finanzierung und ihre Geschäftsmodelle die börsennotierten Wohnungsunternehmen gegenüber anderen Anbietergruppen kennzeichnen.

Mit der Untersuchung soll überprüft werden, was von den börsennotierten Wohnungsunternehmen zu erwarten ist. Dabei geht es um die Chancen und Risiken, die der Bedeutungsanstieg dieser Anbietergruppe bietet. Die Ergebnisse sollen Hintergrundinformationen über wesentliche Akteure, ihr Verhalten und dessen Auswirkungen auf die verschiedenen Stakeholdergruppen, die Wohnungsbestände und die regionalen Wohnungsmärkte liefern, um aktuelle und zukünftige Entwicklungen auch vor dem Hintergrund wohnungspolitischer Herausforderungen besser einschätzen zu können.

Inhalte der Untersuchung

Der Forschungsbericht untersucht das Angebotssegment der börsennotierten Wohnungsunternehmen und zeichnet die Entwicklung dieser Unternehmen und ihrer Wohnungsbestände während der letzten 15 Jahre nach. In Kapitel 2 wird nach der Eingrenzung des Kreises der in die Untersuchung einzubeziehenden Wohnungsunternehmen und der Klassifizierung nach ihrem jeweiligen Entstehungskontext die aktuelle Bedeutung dieser Anbietergruppe für den gesamten Wohnungsmarkt sowie im Vergleich mit anderen Anbietergruppen dargestellt. In diesem Zusammenhang werden die regionalen Schwerpunkte der Akteure ebenso untersucht wie ihre Bedeutung für die Aktien- und Kapitalmärkte.

Kapitel 3 stellt die Voraussetzungen und Ursachen für den erheblichen Bedeutungszuwachs der Anbietergruppe der börsennotierten Wohnungsunternehmen in den letzten 15 Jahren dar. Neben der Darstellung der quantitativen Entwicklung des Wohnungsbestandes dieser Unternehmen werden die Rahmenbedingungen und Entstehungskontexte der Unternehmen einschließlich ihrer Entwicklung überblicksweise analysiert. Einen Schwerpunkt des Kapitels bildet die phasenweise Betrachtung der Börsengänge der einbezogenen Wohnungsunternehmen. Dabei werden auch die Hintergründe und Motive für die Börsengänge erörtert. Der nachfolgende Börsenhandel der Aktien wird ebenso wie die Konsolidierungstendenzen durch Übernahmen und Fusionen dargestellt und bewertet. Einen weiteren Schwerpunkt in diesem Kapitel bildet die Analyse der besonderen Finanzierungsmöglichkeiten börsennotierter Wohnungsunternehmen, die eine wesentliche Voraussetzung für die Übernahmen und Wachstumsstrategien der Akteure sind. Hierbei werden die unterschiedlichen Strategien der einbezogenen Wohnungsunternehmen detailliert untersucht und verglichen.

Das Kapitel 4 beleuchtet die für die analysierten Wohnungsunternehmen relevanten und durch den Börsengang und den nachfolgenden Aktienhandel induzierten Veränderungen auf der Eigentümerseite, d.h. die Kontroll- und Eigentumsverhältnisse der Aktiengesellschaften. Die Eigentümerstrukturänderungen werden nach Investorentypen, Beteiligungshöhe und Haltezeit betrachtet. In Annäherung an die Fragestellung nach den möglichen Auswirkungen der Eigentumsverhältnisse auf das operative Handeln der Wohnungsunternehmen selbst wird eine Einschätzung der Anlage- und Portfoliostrategien wichtiger Paketaktionäre vorgenommen, die stellvertretend für die wesentlichen Investorengruppen stehen.

Vor dem Hintergrund der Veränderungen der Eigentümerstrukturen erfolgt im Kapitel 5 eine umfassende Analyse des operativen Verhaltens der börsennotierten Wohnungsunternehmen. Die Analyse der das operative Handeln der Unternehmen charakterisierenden Strategien und Werthebel zur Optimierung von Erlösen, Kosten, Geschäftsprozessen, Wohnungsbeständen und Wohnungsportfolios vergleicht die Entwicklung mit den Verhältnissen vor den Börsengängen. Weiterhin werden zur Bewertung der Strategien Vergleiche mit anderen Anbietergruppen der Wohnungswirtschaft – insbesondere den öffentlichen Wohnungsunternehmen – angestellt. Einen wichtigen Analysebaustein in diesem Zusammenhang bildet eine Bilanz- und Finanzkennzahlenanalyse, mit deren Hilfe die Performance und die Risikolage der börsennotierten Wohnungsunternehmen eingeschätzt wird.

Darauf aufbauend zielt Kapitel 6 auf die Bewertung der Auswirkungen der nach den Börsengängen geänderten Geschäftsstrategien der betrachteten börsennotierten Wohnungsunternehmen ab. Dabei werden das Markt- und das Konkurrenzumfeld als Hintergrund für die Geschäftspolitik der Unternehmen dargestellt und die Umfeldbedingungen vertiefend für verschiedene regionale Wohnungsmärkte betrachtet. Den regionalen Bezug bilden fünf Fokuskommunen: Berlin, Dortmund, Hamburg, Bonn und Dresden. Hier werden mit Hilfe von Befragungen von Stakeholdern wie den Kommunen und den Mietervereinen die vor Ort wahrgenommenen Auswirkungen der Bewirtschaftungsaspekte Investitionsverhalten, Engagement

im Wohnungsneubau, Mietpreispolitik, Leerstandsmanagement und Mitwirkung bei Stadtentwicklungsprozessen ebenso dargelegt wie die Konfliktfelder in den Vermieter-Mieter-Beziehungen börsennotierter Wohnungsunternehmen.

Im **Schlusskapitel 7** werden schließlich resümierend die in der Untersuchung herausgearbeiteten Besonderheiten börsennotierter Wohnungsunternehmen zusammengefasst und ihre Auswirkungen auf Mieter, Wohnungsbestände und Wohnungsmärkte diskutiert. Aktuelle wohnungspolitische Herausforderungen wie die Mietpreisentwicklung und der Beitrag der börsennotierten Anbieter zum Klimaschutz und zum Wohnungsneubau unter Wahrung der Erschwinglichkeit der Wohnens werden ebenso wie die potentiellen Risiken der Entwicklung dieser Anbietergruppe analysiert.

Methodik der Untersuchung

Hinsichtlich des methodischen Vorgehens sind unterschiedliche Wege gewählt worden. Um eine zuverlässige und möglichst objektive Daten- und Informationsbasis zu schaffen, werden als Datenquellen u.a. Jahresabschlüsse, Geschäftsberichte, Roadshow-Präsentationen, Pressemitteilungen und Angebotsunterlagen der untersuchten Unternehmen selbst herangezogen. Hierbei handelt es sich um interessensgeleitete Informationen. Allerdings weisen Quellen wie Jahresabschlüsse und Angebotsunterlagen einen vergleichsweise hohen Objektivierungsgrad auf. Die in den Geschäftsberichten zusätzlich genannten Zahlenangaben dürften aufgrund ihrer Verzahnung mit dem betrieblichen Rechnungswesen und dem prüfungspflichtigen Jahresabschluss zuverlässig sein. Neben den so gewonnenen Zahlen zu einzelnen börsennotierten Wohnungsunternehmen wird auf die GdW-Unternehmensstatistik sowie auf Beteiligungsberichte, Jahresabschlüsse und Geschäftsberichte öffentlicher Wohnungsunternehmen als Referenzgruppe für die Vergleiche in den Abschnitten 5 und 6 zurückgegriffen. Ergänzend hierzu wurde eine schriftliche Befragung der börsennotierten Unternehmen durchgeführt. Der verwertete Rücklauf repräsentiert immerhin rund 80 Prozent der Wohnungsbestände des betrachteten Angebotssegments und gibt Auskunft über Bewirtschaftungsstrategien, Investitionsverhalten, Portfoliomanagement und Finanzierung der Unternehmen.

Wichtige Grundlageninformationen über die Börsengänge selbst und zu den Finanzierungsinstrumenten und -strategien stammen aus der einschlägigen Literatur und einem Workshop mit Experten aus den börsennotierten Wohnungsunternehmen sowie von Banken und Ratingagenturen.

Weiterhin wurde eine Vielzahl von Expertengesprächen mit Vertretern von Unternehmen, Gewerkschaften, Kommunen und Mietervereinen sowie mit Aktienanalysten geführt. Zur Erfassung der Auswirkungen des operativen Verhaltens der untersuchten Wohnungsunternehmen auf die regionalen Wohnungsmärkte werden fünf Fokuskommunen (Dresden, Berlin, Dortmund, Hamburg, Bonn) mit bedeutsamen aber unterschiedlichen Marktanteilen börsennotierter Wohnungsunternehmen und unterschiedlichen Marktanspannungsgraden näher untersucht. Hier sind insbesondere Experten aus den Kommunen und den Mietervereinen zu ihren Erfahrungen mit den börsennotierten Wohnungsunternehmen befragt worden. Eine weitere Quelle hierzu stellt die im Januar 2016 vom Deutschen Mieterbund bei seinen Mitgliedsvereinen durchgeführte Befragung zu deren Erfahrungen mit großen kapitalmarktorientierten Wohnungsunternehmen dar.

2 Der börsennotierte Wohnungssektor: Abgrenzung und Bedeutung

In diesem Grundlagenkapitel wird als Basis der Untersuchung zunächst eine Definition zur Abgrenzung des Kreises der einzubeziehenden börsennotierten Wohnungsunternehmen gegeben. Die Unternehmen werden dann nach ihren jeweiligen Entstehungskontexten eingeteilt. Weiterhin wird die Bedeutung der börsennotierten Wohnungsunternehmen für den deutschen Wohnungsmarkt insgesamt und im Vergleich mit den anderen Anbietergruppen sowie für die regionalen Wohnungsmärkte und die Kapitalmärkte untersucht.

Die wichtigsten Ergebnisse im Überblick

Zur Gruppe der Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften zählen Unternehmen mit sehr unterschiedlichen Vorgeschichten. Neben den ehemals Private Equity-gesteuerten¹ Wohnungsunternehmen finden sich auch Aktiengesellschaften, die schon über 100 Jahre in dieser Rechtsform ihre Geschäfte betrieben haben und die zu einem späteren Zeitpunkt ihr Geschäftsmodell neu (auf Wohnimmobilien) ausgerichtet haben. Andere für die Untersuchung relevante Aktiengesellschaften wurden zielgerichtet mit dem Fokus auf Wohnimmobilien-Investments neu gegründet.

Insgesamt waren dem Segment der größeren börsennotierten Aktiengesellschaften Ende 2015 rund 890.000 Mietwohnungen (Eigenbestand) zuzuordnen.² Es handelt sich um 2,2 Prozent des gesamten Wohnungsbestandes (41,4 Mio. Wohnungen) und um etwa 3,8 Prozent des Mietwohnungsbestandes. Obwohl das börsennotierte Angebotssegment durch Zukäufe aus dem nicht-börsennotierten Sektor wächst, kann angesichts von mehr als 14 Millionen Mietwohnungen im Eigentum privater Vermieter von einer prägenden Wirkung auf den Gesamtmarkt nicht die Rede sein. Allerdings sind die Bestände der börsennotierten Vermieter räumlich in den größeren Städten und dort wiederum in bestimmten Quartieren konzentriert. Abgesehen davon enthalten sie einen hohen Anteil an Sozialwohnungen bzw. ehemaligen Sozialwohnungen. Besonders hohe Marktanteile der börsennotierten Wohnungsunternehmen sind in Berlin, Nordrhein-Westfalen und Sachsen festzustellen.

2.1 Abgrenzung und Einteilung der untersuchten Wohnungsunternehmen

Zur Operationalisierung wird eine Definition verwendet, die den Kreis der zu untersuchenden börsennotierten Wohnungsunternehmen vor dem Hintergrund der Fragestellungen der Studie abgrenzt. In die Untersuchung einbezogen werden Wohnungsunternehmen, die die nachfolgend genannten Voraussetzungen erfüllen³:

- Rechtsform einer Aktiengesellschaft (damit werden auch ausländische Aktiengesellschaften und REIT-AGs einbezogen)

¹ Unter einer Private Equity-Finanzierung versteht man die Bereitstellung von außerbörslichem Eigenkapital durch Finanzinvestoren für zeitlich befristete Unternehmensübernahmen (Kofner 2006a und Kofner 2006b).

² Stand 31.12.2015 ohne ADO.

³ Die ADO Properties S.A. wird in dieser Studie nicht berücksichtigt, da sie erst seit Ende Juli 2015 börsennotiert ist.

- aktuell oder während der letzten 15 Jahre (ab 1999) börsennotiert
- in Deutschland mehr als 5.000 Wohnungen im Eigenbestand – aktuell oder innerhalb der letzten 15 Jahre
- Portfolioschwerpunkt im Bereich Mietwohnimmobilien
- Aktien nicht mehrheitlich im Eigentum der öffentlichen Hand oder anderer börsennotierter Wohnungsunternehmen (ausgenommen AGs von ehemals prägender Bedeutung, die in den letzten 5 Jahren übernommen wurden)
- aktuell noch als Bestandshalter am deutschen Wohnungsmarkt aktiv

Innerhalb des Segments der börsennotierten Wohnungsunternehmen sind Strukturen mit Private Equity-Hintergrund von anderen Strukturen zu unterscheiden, die zur Entstehung börsennotierter Wohnungsunternehmen geführt haben. Darunter fallen neuausgerichtete Industrieunternehmen wie eigens für den Aufbau von Wohnimmobilienportfolios gegründete AGs.

Bei der ersten Gruppe handelt es sich um Wohnungsunternehmen, die in der Phase vor dem Börsengang von Private Equity-Fonds beherrscht wurden. Die Ursprünge dieser Unternehmen liegen in ehemals kommunalen bzw. landes- und bundeseigenen Wohnungsunternehmen oder Werkwohnungsunternehmen, die an Private Equity-Investoren verkauft wurden. Bereits in den unterschiedlich langen Private Equity-Phasen wurden Organisationsreformen und Optimierungen mit dem Ziel vorgenommen, die Kosten zu senken und die Einnahmen zu steigern (BMVBS / BBR 2007 sowie BMVBS 2010). Für die Gagfah S.A., die LEG Immobilien AG und die Deutsche Annington Immobilien SE sind diese Prozesse umfassend dargestellt worden (TRAWOS 2012). Die Börsengänge dieser Gesellschaften haben die Voraussetzungen für die Liquidation der Investments der Private Equity-Fondsinvestoren geschaffen.

Tabelle 1: In die Untersuchung einbezogene ehemals Private Equity-gesteuerte Wohnungsunternehmen (Gruppe 1)

Code / Name / Rechtsform / börsennotiert seit	Wohnungsbestand / Vorgeschichte	Bemerkungen
P1 Gagfah S.A. Luxemburger AG 2006	144.500 Wohnungen (31.12.2014) • Übernahme des Unternehmens von der BfA (2004) • danach verschiedene Übernahmen mit Schwerpunkt auf Landesentwicklungsgesellschaften und kommunale Wohnungsgesellschaften (u.a. NILEG, WOBA)	2015 von der Deutschen Annington übernommen (daher nicht mehr im MDAX notiert)
P2 GSW Immobilien AG Deutsche AG 2011 ⁴	rund 53.000 Wohnungen • (ehemals) öffentliches Wohnungsunternehmen des Landes Berlin, das 2004 an Finanzinvestoren verkauft wurde	2013 von der Deutsche Wohnen AG übernommen (daher nicht mehr im MDAX notiert)
P3 LEG Immobilien AG Deutsche AG 2013	109.000 Wohnungen • 2008 Verkauf der Landesentwicklungsgesellschaft NRW an Finanzinvestoren	Übernahmeversuch durch die Deutsche Wohnen AG in 2015 gescheitert seit Juni 2013 im MDAX gelistet
P4 Deutsche Annington Immobilien SE Europäische AG 2013	203.000 Wohnungen (31.12.2014) • 2001 mit dem Erwerb von 10 Eisenbahnergesellschaften des Bundes geschaffene Plattform • danach verschiedene Übernahmen mit Schwerpunkt auf ehemals werksgelundenen Wohnungsunternehmen (2005 Viterro, RWE) • 2014 Übernahme Dewag-, Vitus- und Franconia-Portfolio; • 2015 Übernahme der Gagfah S.A. • Versuchte Übernahme der Deutsche Wohnen AG Anfang 2016 gescheitert	Die Holding Deutsche Annington Immobilien SE wurde nach der Übernahme der Gagfah S.A. in „Vonovia SE“ umbenannt. Aufnahme in den MDAX in 09/2014, in den DAX in 09/2015

⁴ Am 15. April 2011 folgte die Erstnotierung im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Vom 19.09.2011 bis zum 26.11.2013 war die GSW im MDAX gelistet.

Die zweite Gruppe umfasst ehemalige börsennotierte Industrie- und Verkehrsunternehmen, bei denen das Geschäftsmodell neu ausgerichtet wurde. Zu dieser Gruppe zählen neben den in Tabelle 2 genannten Aktiengesellschaften TAG Immobilien und Adler Real Estate AG noch die Prelios S.P.A. und die Colonia Real Estate AG. Die Prelios S.P.A. (früher Pirelli Real Estate) ist eine italienische Aktiengesellschaft, die aus einer Abspaltung des italienischen Reifenherstellers Pirelli hervorgegangen ist. Das Unternehmen hat sich vom deutschen Wohnungsmarkt zurückgezogen und wird daher nicht in die Untersuchung einbezogen. Die Colonia Real Estate AG ist aus der Ausgliederung der Immobiliensparte von Küppersbusch im Jahr 2003 entstanden und wird seit 2011 von der TAG beherrscht. Da es sich um ein beherrschtes Unternehmen handelt, wird sein operatives Verhalten nicht untersucht.

Tabelle 2: In die Untersuchung einbezogene neuausgerichtete Industrie- und Verkehrsunternehmen (Gruppe 2)

Code / Name / Rechtsform / börsennotiert seit	Wohnungsbestand / Vorgeschichte	Bemerkungen
I1 TAG Immobilien AG Deutsche AG November 2000	76.500 Wohnungen • ehemaliger Bahnbetreiber, der schrittweise neu ausgerichtet wurde • seit 2010 Kontrolle der Bau-Verein zu Hamburg Aktiengesellschaft • seit 2011 Kontrolle über Colonia Real Estate AG • 2012 Übernahme der TLG Wohnen und der DKB Immobilien AG	seit 2006 im SDAX notiert, seit September 2012 im MDAX
I2 Adler Real Estate AG Deutsche AG 2002 ⁵	48.000 Wohnungen • ehemaliger Büromaschinenhersteller, der schrittweise neu ausgerichtet wurde • 2015 Übernahme der Westgrund AG sowie der der Wohnungsbau-gesellschaft Jade mbH in Wilhelmshaven	seit 2015 im SDAX notiert

Bei der dritten Gruppe handelt es sich um eigens für den Aufbau von Wohnimmobilienportfolien gegründete Aktiengesellschaften. Die Deutsche Wohnen AG wurde bereits 1998 gegründet und ein Jahr später an die Börse gebracht. Auch zwei österreichische, ein luxemburgisches und ein schwedisches Wohnungsunternehmen mit größeren Wohnungsportfolien in Deutschland zählen zu dieser Gruppe.

⁵ Regulierter Markt: Prime Standard – Börsenplätze: Frankfurt am Main.

Tabelle 3: In die Untersuchung einbezogene eigens für den Aufbau von Wohnimmobilienportfolien gegründete Aktiengesellschaften (Gruppe 3)

Code / Name / Rechtsform / börsennotiert seit	Wohnungsbestand / Vorgeschichte	Bemerkungen
A1 Deutsche Wohnen AG Deutsche AG 1999	146.000 Wohnungen - ehemaliges Investmentvehikel der Deutschen Bank - nach Fusion mit der Gehag vorübergehend (2007-2011) unter dem Einfluss von Private Equity-Fonds (Oaktree) 2012 Übernahme der BauBeCon Gruppe (23.400 Wohneinheiten) 2013 Übernahme der GSW Immobilien AG - gescheiterte Übernahmeversuche der conwert Immobilien Invest SE und der LEG Immobilien AG	feindliches Übernahmeangebot der Vonovia SE aus 10/2015 wurde abgelehnt seit Juni 2010 im MDAX gelistet
A2 conwert Immobilien Invest SE Europäische AG 2002 an die Wiener Börse gebracht	ca. 22.500 Wohnungen in Deutschland 2001 in als reine Publikums-AG mit 100 Prozent Streubesitz gegründet 2012 Übernahme der KWG Kommunale Wohnen AG 2013 Ankauf von 4.000 Wohnungen der GE Capital Real Estate	gescheiterter Übernahmeversuch durch die Deutsche Wohnen AG
A3 Grand City Properties S.A. Luxemburger AG 2012	76.000 Wohnungen 2011 Gründung und Übernahme der zyprischen Grandcity Property Ltd. (8.750 Wohnungen) - seitdem dynamisches Wachstum durch die Übernahme weiterer Portfolios ausschließlich in Deutschland	
A4 Buwog AG Österreichische AG Börsengang 2014 an der Wiener Börse	ca. 30.000 Wohnungen in Deutschland 1950/1951 als Wohnungsgesellschaft für Bundesbedienstete (Österreich) geschaffen 2002 privatisiert 2003 Integration in den Immofinanz-Konzern 2014 Übernahme des DGAG-Portfolios von Prelios (18.000 Wohneinheiten) 2014 Abspaltung von der Immofinanz und eigenständige Notierung an der Wiener Börse - Wachstum in Deutschland seitdem auch durch umfangreiche Neubauaktivitäten	
A 5 Akelius Residential AB Schwedische AG	51.000 Wohnungen - in sechs Ländern (Schweden, Deutschland, Frankreich, Kanada, England, USA), - davon 25.000 in Deutschland, davon 75 Prozent in Berlin, Hamburg 1971 gegründet 2006 Markteintritt in Deutschland mit Akquisitionen in Berlin	beherrscht von der wohltätigen Akelius Stiftung

Die seit 2000 börsennotierte Westgrund AG (Wohnungsbestand knapp 17.000 Wohnungen) wurde im März 2015 von der Adler Real Estate AG übernommen. Aufgrund dieses Beherrschungsverhältnisses wurde ihr operatives Verhalten nicht untersucht. Das gilt auch für die KWG Kommunale Wohnen AG, die seit 2012 mit 76 Prozent der Anteile von der conwert Immobilien Invest SE beherrscht wird. Die KWG ist ein ehemaliges börsennotiertes Biotechnologieunternehmen, das seit 2006 mit Änderung des Geschäftsmodells im Wohnimmobilienbereich aktiv war (Wohnungsbestand knapp 10.000 Wohnungen). Da die Wohnungsbestände von vollkonsolidierten Tochterunternehmen in denen der Muttergesellschaften enthalten sind, werden insoweit auch Doppelzählungen vermieden.

Die Speymill Deutsche Immobilien Company Plc war bereits vor dem Erwerb von Wohnungsportfolien ab dem Frühjahr 2006 an der London Stock Exchange börsennotiert. Der Börsenhandel wurde im Jahr 2009 eingestellt und die Insolvenz

erfolgte im Dezember 2011. In der Folge wurden die deutschen Wohnungsportfolien veräußert.⁶ Das Unternehmen wird daher nicht in die Untersuchung einbezogen.

Mit der FDL Foncière Développement Logement war in dieser Gruppe außerdem bis 2014 ein auf Wohnimmobilien spezialisierter französischer Real Estate Investment Trust (REIT) vertreten, dessen Portfolio überwiegend aus dem ehemaligen ThyssenKrupp-Immobilienkonzern hervorgegangen war (Immeo Wohnen GmbH). Die Anteile an Immeo Wohnen wurden von der FDL im Jahr 2014 an die eigenen Hauptaktionäre zediert (die französische Immobilien-AG Foncière des Régions sowie die Versicherer Crédit Agricole Assurances, Cardif Assurance Vie und Generali).⁷

Insgesamt werden 11 Wohnungsunternehmen näher untersucht. Darunter sind zwei ehemals wichtige Akteure (GSW, Gagfah), die aufgrund von Übernahmen durch andere börsennotierte Wohnungsunternehmen nicht mehr selbständig sind. Wegen ihrer ehemals großen Bedeutung, der erst vergleichsweise kurz zurückliegenden Übernahmzeitpunkte (2013 bzw. 2015) und der prägenden Rolle ihrer Bestände für die Portfolios der sie heute beherrschenden und für die Untersuchung zentralen Mutterunternehmen (Deutsche Wohnen, Vonovia) wurden die GSW und die Gagfah auch im Rahmen der empirischen Untersuchung detailliert mit einbezogen. Die Gruppe der untersuchten Unternehmen ohne GSW und Gagfah wird in dieser Studie auch als Gruppe der „Kernakteure“ bezeichnet.

2.2 Bedeutung der börsennotierten Wohnungsunternehmen für den Wohnungsmarkt

Zum Ende des Jahres 2015 hielten die börsennotierten Wohnungsunternehmen knapp 900.000 in Deutschland gelegene Wohnungen im Eigenbestand. Der größte Teil dieser Wohnungen wurde von sechs Wohnungsunternehmen gehalten, die ausschließlich auf den deutschen Wohnungsmarkt ausgerichtet sind. Daneben sind zwei Anbieter mit Beständen in Deutschland und Österreich und ein internationaler Anbieter am deutschen Markt aktiv. Bezogen auf einen Gesamtbestand von 23,72 Mio. Mietwohnungen in Deutschland, entspricht dies einem Marktanteil von 3,8 Prozent.

Bei einem Marktanteil in dieser Höhe kann nicht auf eine prägende Wirkung dieses Marktsegments auf den gesamten Mietwohnungsmarkt geschlossen werden. Auch im Vergleich mit den knapp 15 Millionen Mietwohnungen im Eigentum privater Vermieter nimmt sich ein Bestand von nicht einmal 900.000 Wohnungen klein aus. Allerdings sind die Bestände der börsennotierten Anbieter räumlich konzentriert (Regionen, Großstädte, Quartiere) und sie enthalten einen hohen Anteil an Sozialwohnungen bzw. ehemaligen Sozialwohnungen. Bezieht man den Wohnungsbestand der börsennotierten Wohnungsunternehmen auf den Mietwohnungsbestand aller professionellen-gewerblichen Eigentümer (Genossenschaften, private und öffentliche Wohnungsunternehmen), ergibt sich ein Marktanteil von 10,8 Prozent (bezogen auf einen Gesamtwohnungsbestand dieser Anbietergruppe von 8,27 Mio. Wohnungen). Dieser Marktanteil verteilt sich auf nur neun Unternehmen, während die übrigen 89,2 Prozent der Wohnungen des professionell-gewerblichen Sektors von mehr als 3.000 Woh-

⁶ Das NOAH Portfolio mit ca. 3.000 Wohn- und 80 Gewerbeimmobilien vor allem in Berlin wurde an den britischen Investmentmanager Benson Elliot Capital Management und die deutsche Wertgrund Immobilien und das größere HAWK Portfolio mit über 22.000 Wohneinheiten im April 2012 an die Investmentgesellschaft Cerberus Capital Management verkauft.

⁷ FDL Communiqué de Presse v. 28.04.2014.

nungsunternehmen und -genossenschaften gehalten werden. Innerhalb des enger abgegrenzten Marktsegments der privatwirtschaftlichen professionellen-gewerblichen Eigentümer beträgt der Marktanteil der börsennotierten Vermieter 28,2 Prozent.

Tabelle 4: Wohnimmobilieneigenbestand der börsennotierten Wohnungsunternehmen 2013-2015

Unternehmen	2013	2014	2015
Vonovia ⁸	318.454	347.480	357.117
Deutsche Wohnen	150.219	147.105	146.128
LEG	94.311	106.961	108.916
TAG	69.806	70.764	76.459
Grand City	26.000	43.000	76.000
Adler ⁹	7.797	24.086	48.218
Buwog Dtld. ¹⁰	7.225	26.570	30.000 ¹¹
conwert Dtld. ¹²	25.673	24.367	22.500 ¹³
Akelius Dtld.	15.769	19.423	24.892
Summe	715.254	809.756	890.230

Quelle: Geschäftsberichte 2013-2015

⁸ Einschließlich der Bestände der 2015 von der Deutsche Annington Immobilien SE übernommenen Gagfah S.A. Die Vonovia SE ist aus der Umfirmierung der Deutsche Annington Immobilien SE entstanden.

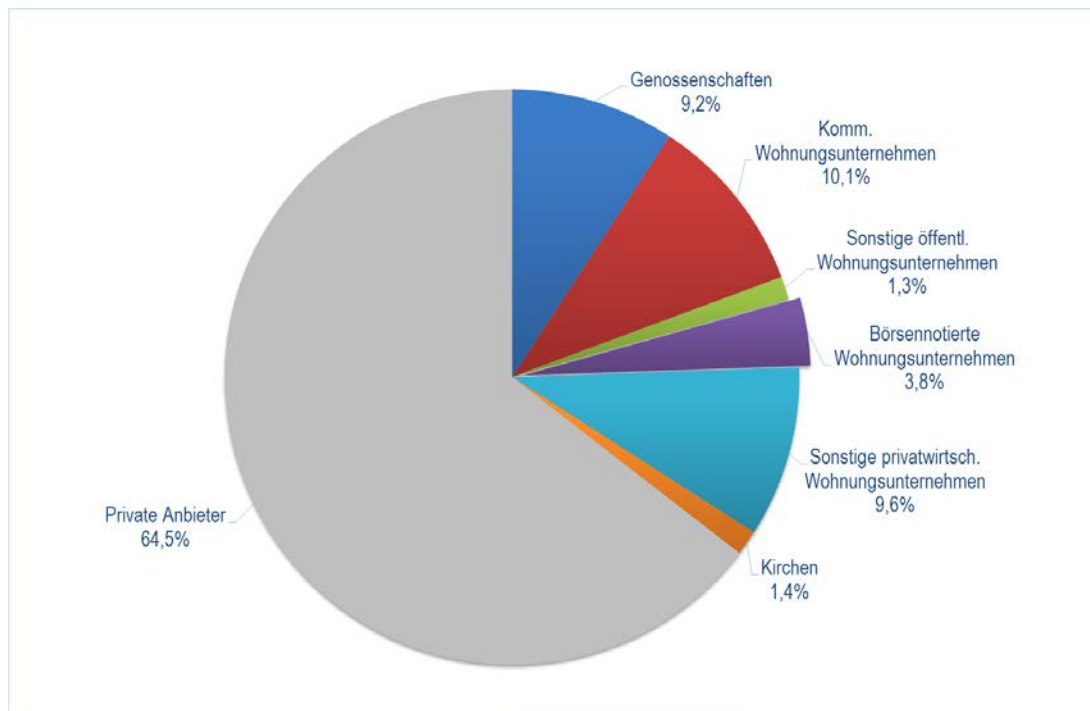
⁹ Eigene Mieteinheiten im Bestand.

¹⁰ Angabe jeweils zum 30.04. des Folgejahres.

¹¹ Schätzung.

¹² Mieteinheiten Wohnen Deutschland.

¹³ Schätzung, da das Nicht-Kernportfolio im GB 2015 nicht getrennt nach Wohn- und Gewerbeinheiten ausgewiesen wird.

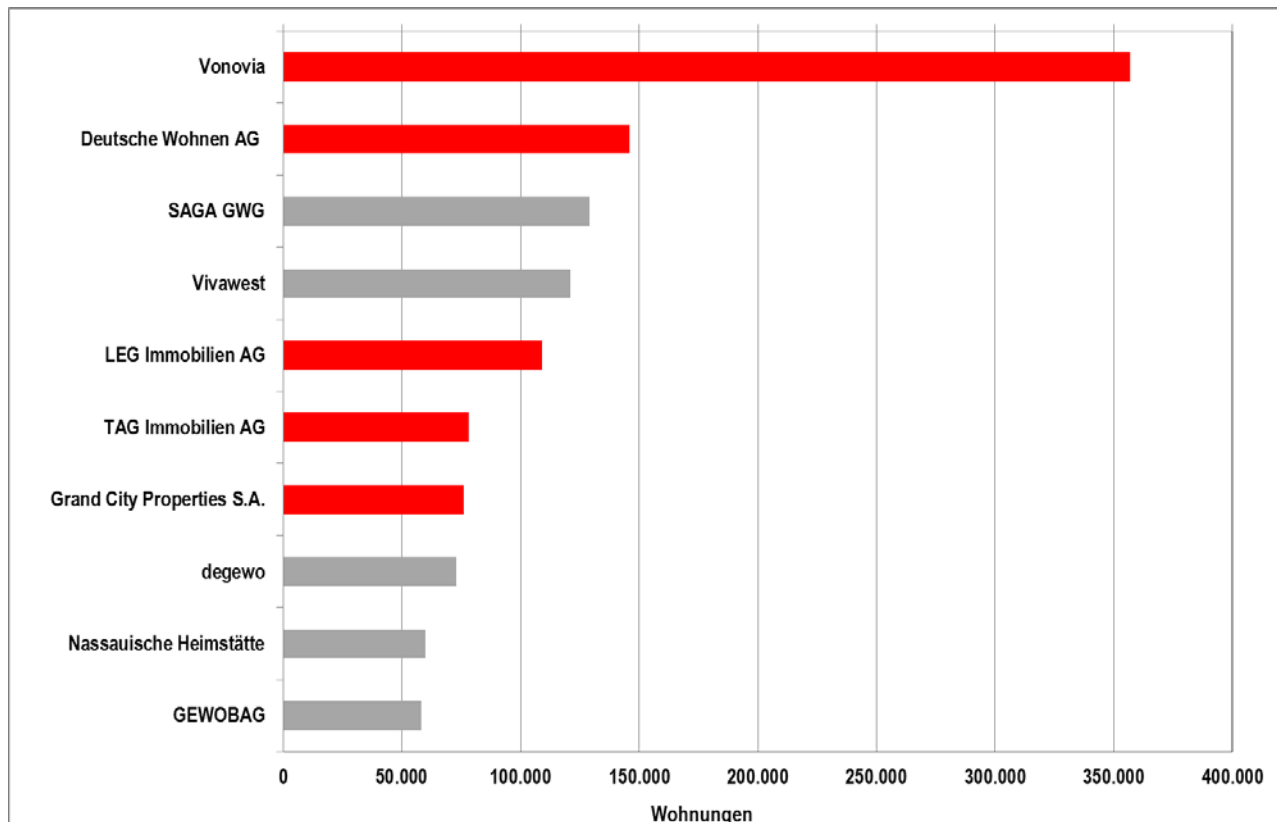
Abbildung 1: Anteile der Anbietergruppen am gesamten deutschen Mietwohnungsbestand 2015 in Prozent¹⁴

Quelle: GdW 2014, eigene Darstellung

Die hohe Marktkonzentration der börsennotierten Wohnungsunternehmen kommt auch im Ranking der professionell-gewerblichen Wohnungsunternehmen zum Ausdruck: Die beiden größten Unternehmen – Vonovia SE und Deutsche Wohnen AG – sind börsennotierte Aktiengesellschaften. Mit der in Nordrhein-Westfalen tätigen Vivawest, der Hamburger SAGA GWG und zwei städtischen Berliner Wohnungsunternehmen sind zwar auch andere private und öffentliche Anbieter vertreten, doch wird das Marktsegment der Großanbieter mittlerweile von den börsennotierten Gesellschaften dominiert. Der Wohnungsbestand der 10 größten Wohnungsunternehmen in Höhe von 1,2 Mio. Wohnungen ist diesen zu fast zwei Dritteln zuzuordnen.

¹⁴ Die „öffentlichen Wohnungsunternehmen“ sind hier alle öffentlichen Wohnungsunternehmen, jedoch ohne die kommunalen Wohnungsunternehmen.

Abbildung 2: Die größten Wohnungsunternehmen in Deutschland gemessen am eigenen Wohnungsbestand (2015)

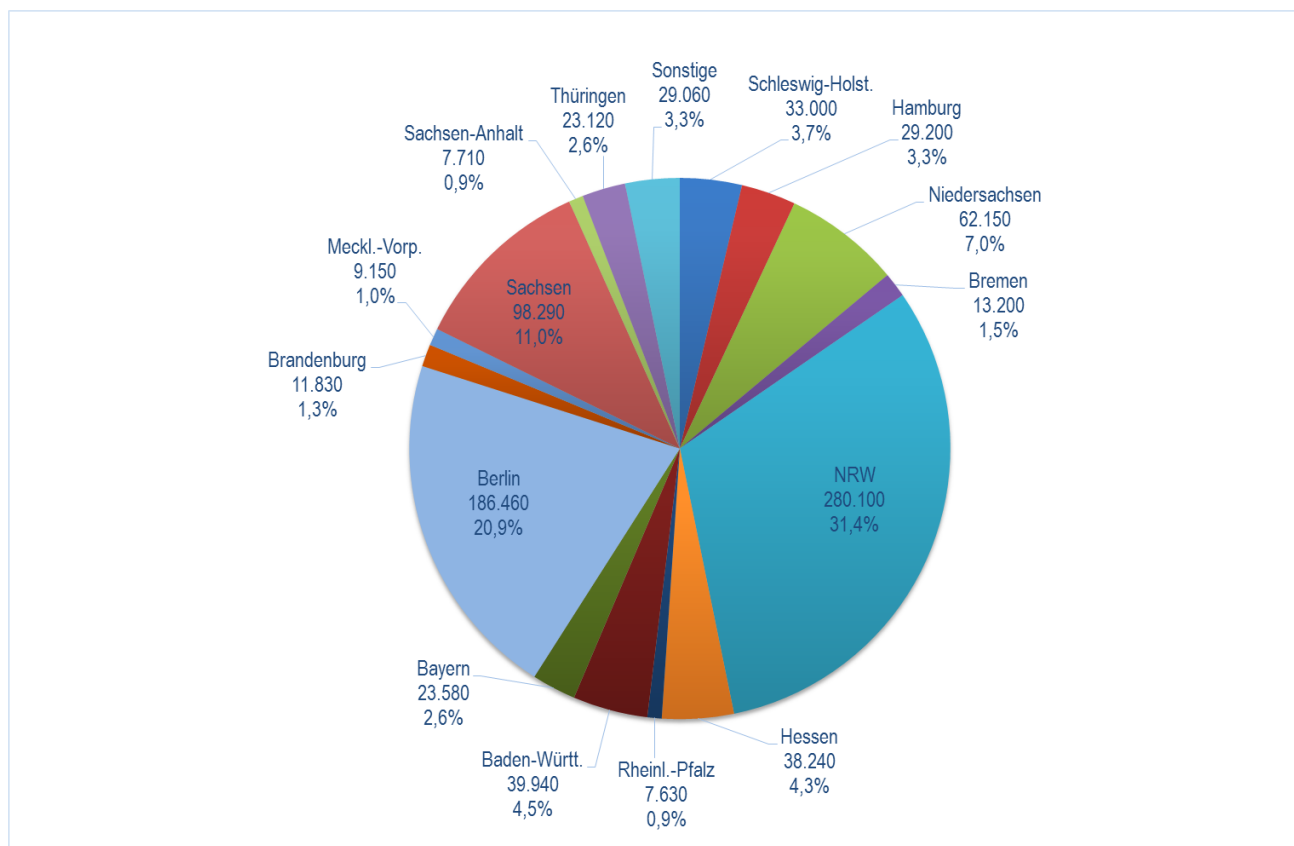


Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, eigene Darstellung

2.3 Regionale Bedeutung der börsennotierten Wohnungsunternehmen

Bei der regionalen Verteilung der Wohnungsbestände der börsennotierten Wohnungsunternehmen sind deutliche Schwerpunkte in Berlin, Nordrhein-Westfalen und Sachsen zu erkennen. In Nordrhein-Westfalen befindet sich mit 284.000 Wohnungen ein knappes Drittel aller 890.000 börsenkontrollierten Wohnungen. Ein weiteres Fünftel der Wohnungen liegt in Berlin und 11 Prozent in Sachsen.

Die räumliche Verteilung der Wohnungen der Gesamtheit der börsennotierten Vermieter reflektiert immer noch die Verteilung der seinerzeit von der öffentlichen Hand und der Industrie zur Privatisierung angebotenen Wohnungsbestände. Die einzelnen untersuchten Wohnungsunternehmen sind in den einzelnen Bundesländern unterschiedlich stark vertreten. Dies ist nicht allein eine Folge der unterschiedlichen Portfoliostrategien, sondern jedenfalls im Hinblick auf die Ausgangsverteilung auch der Zufälligkeiten der Bieterverfahren bei der Privatisierung von Wohnungsunternehmen (Abbildung 4).

Abbildung 3: Wohnungsbestände der börsennotierten Wohnungsunternehmen nach Bundesländern (2015)¹⁵

Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen; eigene Darstellung

Auf dem Berliner Markt ist die Deutsche Wohnen AG mit 107.000 Wohnungen vertreten. Zweitgrößter börsennotierter Anbieter ist dort die Vonovia mit knapp 29.000 Wohnungen. Auch GCP, Akelius, TAG und Buwog halten in Berlin größere Bestände.

In Sachsen dominieren die Vonovia mit knapp 45.000 Wohnungen und die TAG mit 20.300 Wohnungen. Besonders stark vertreten sind diese beiden Anbieter an den Standorten Dresden, Leipzig, Erfurt und Halle. Das drittgrößte börsennotierte Wohnungsunternehmen in Sachsen ist die GCP mit 15.200 Wohnungen in Dresden, Leipzig und Halle. Weitere Portfolios werden in Sachsen von conwert (5.100 Wohnungen), Adler (7.600 Wohnungen) und Deutsche Wohnen (5.000 Wohnungen) gehalten.

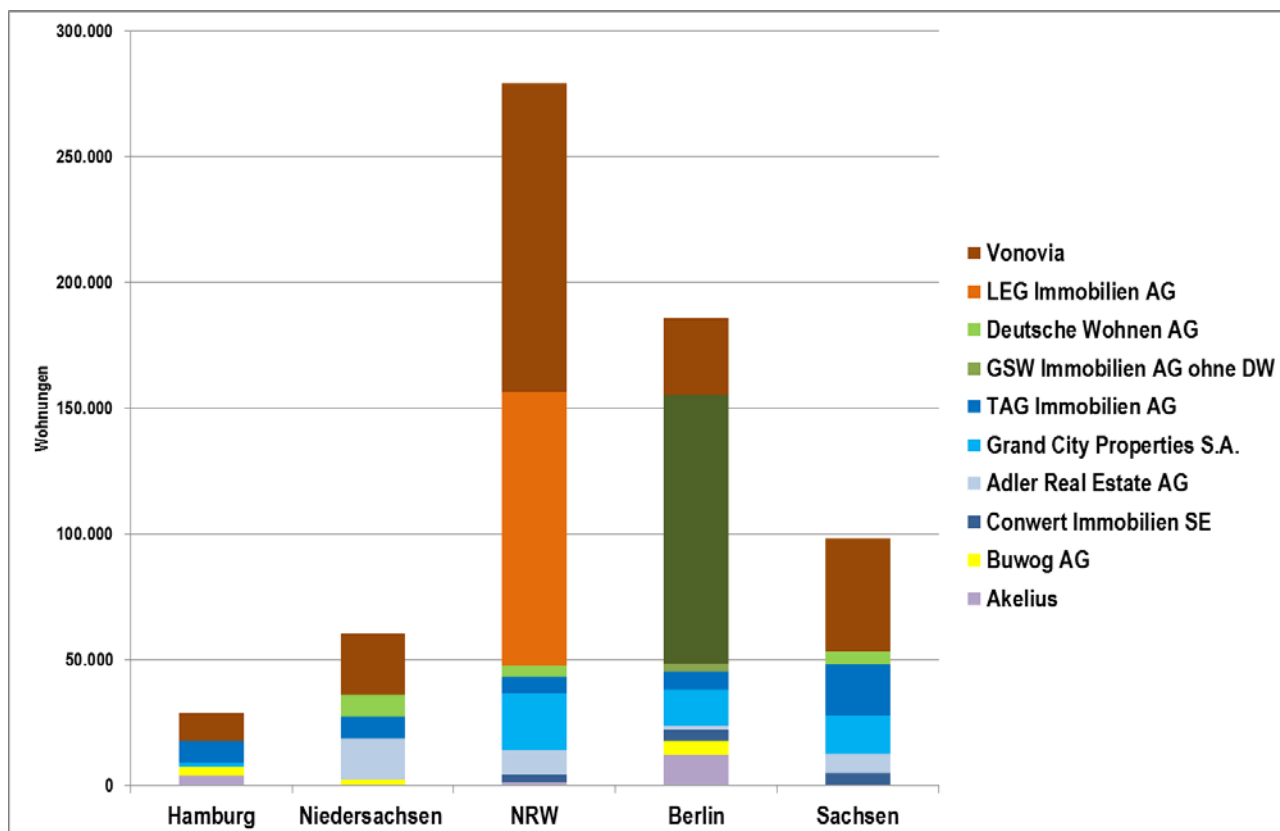
Über 62.000 börsennotierte Wohnungen liegen in Niedersachsen, mit Schwerpunkt auf den Standorten Braunschweig und Salzgitter. Auch in Niedersachsen ist die Vonovia mit 24.000 Wohnungen der wichtigste Bestandhalter, gefolgt von Adler und TAG.

In Nordrhein-Westfalen befinden sich nicht nur die meisten Wohnungen börsennotierter Aktiengesellschaften. In diesem Bundesland haben auch zwei der größten börsennotierten Wohnungsunternehmen ihre Wurzeln: Die ehemalige Landesentwicklungsgesellschaft LEG besaß schon zum Zeitpunkt des Börsengangs über 90.000 Wohnungen und aktuell sind es 109.000 (31.12.2015). Die regionale Verteilung der Wohnungsbestände der heutigen LEG Immobilien AG hat immer noch

¹⁵ Die Kategorie „Sonstige“ bezieht sich auf Wohnungen, die keinem Bundesland zugordnet werden konnten.

einen Schwerpunkt an Rhein und Ruhr. Sie ist aber auch in den Städten der ländlichen Regionen des Münsterlandes und Ostwestfalens vertreten. Die Vonovia ist in NRW mit 122.750 Wohnungen der größte börsennotierte Vermieter. Der Grundstock für den regionalen Portfolioschwerpunkt des Unternehmens in NRW wurde mit dem Erwerb des Viterra-Portfolios gelegt (138.000 Wohnungen). Ein Großteil der Vonovia-Bestände liegt im Ruhrgebiet und nur ein kleinerer Teil in Ostwestfalen (Bielefeld). Auch ein großer Teil des Portfolios der Grand City Properties S.A. befindet sich in Nordrhein-Westfalen (22.800 Wohnungen).

Abbildung 4: Wohnungsbestände börsennotierter Wohnungsunternehmen in ausgewählten Regionen (2015)



Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, eigene Darstellung

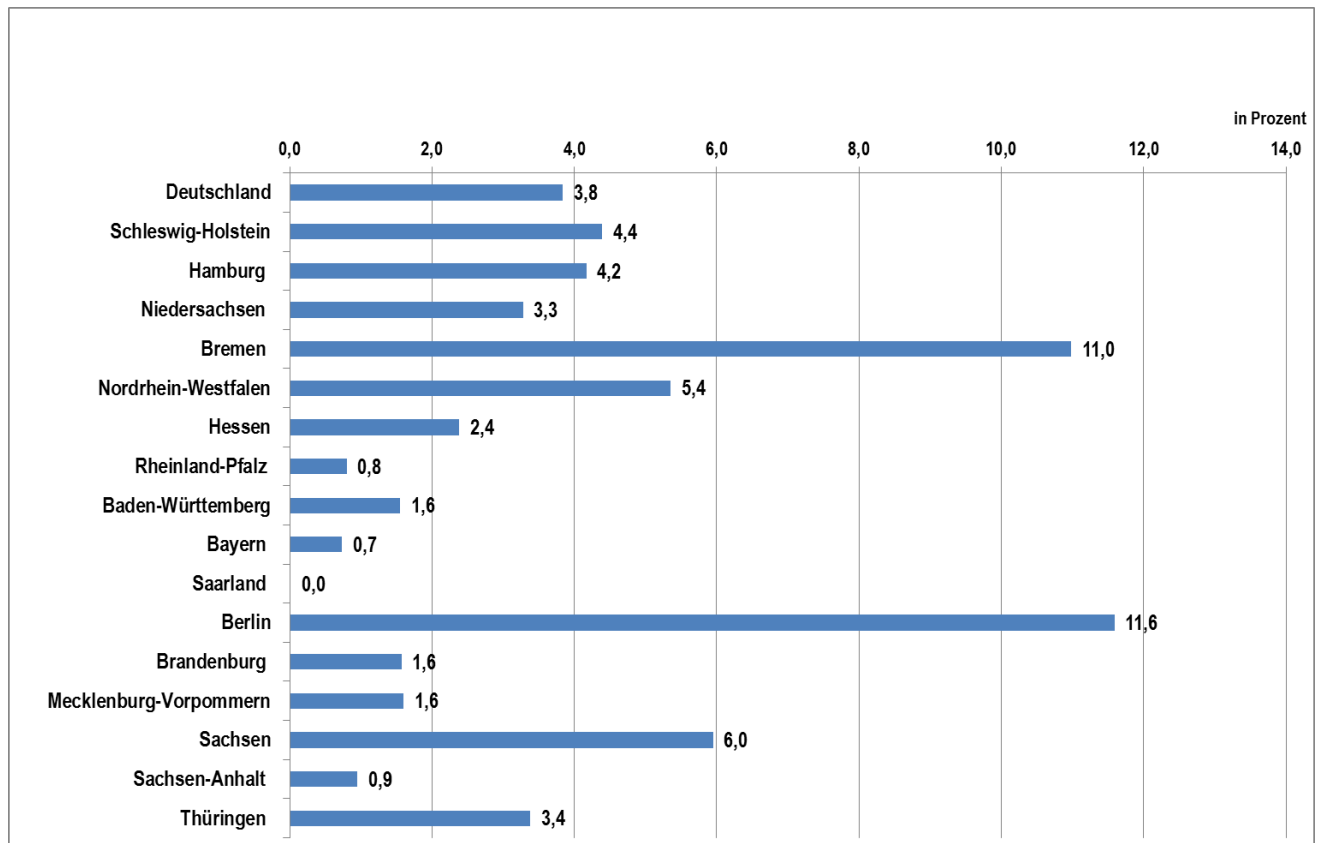
Die große Bedeutung des börsennotierten Sektors in Nordrhein-Westfalen ist auf die hier besonders umfangreichen Verkäufe von Wohnungsunternehmen zurückzuführen (Werkwohnungsunternehmen, LEG und andere öffentliche Wohnungsunternehmen). Das Ruhrgebiet ist ein räumlicher Schwerpunkt der börsennotierten Wohnungsunternehmen.¹⁶

Die Wohnungsmarktsituation ist in NRW regional sehr unterschiedlich, wobei das Ruhrgebiet und besonders dessen Norden eher als Mietermarkt mit teils rückläufigen Mieten und steigenden Wohnungsleerständen zu charakterisieren sind. Dem stehen eine dynamische Rheinschiene und wachsende Universitätsstädte mit deutlich steigenden Immobilienpreisen und Mieten gegenüber.

¹⁶ Die höchsten Marktanteile verzeichnen Datteln mit 21,5 Prozent, Duisburg mit 17,7 Prozent und Dortmund mit 17,3 Prozent (DMB NRW 2015, S. 14-15).

Ein weiterer räumlicher Schwerpunkt der börsennotierten Unternehmen ist Hamburg, wo sich 29.100 Wohnungen dieser Vermieter befinden: Hier besitzen die Vonovia 11.000, die TAG 8.600 (Region Hamburg) und Akelius 4.300 Wohnungen. Der Wohnungsmarkt der Stadt Hamburg ist seit Jahren von einer anhaltend hohen Nettozuwanderung geprägt. Das Mietniveau ist im Vergleich zum Bundesdurchschnitt entsprechend hoch.

Abbildung 5: Anteil der börsennotierten Wohnungsbestände an allen Mietwohnungen nach Bundesländern (2015)



Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen; eigene Darstellung

Alles in allem kommen die börsennotierten Vermieter auf einen Marktanteil von 3,8 Prozent der deutschen Mietwohnungen. In Berlin zählen mit einem Anteil von 12 Prozent die meisten Mietwohnungen zum börsennotierten Angebotssegment, gefolgt von Bremen mit 11 Prozent, Sachsen mit 6 Prozent und Nordrhein-Westfalen mit 5,4 Prozent. Aber auch Hamburg (4,2 Prozent) sowie Schleswig-Holstein (4,4 Prozent) weisen einen überdurchschnittlichen Anteil an börsennotierten Mietwohnungen auf (Abbildung 5).

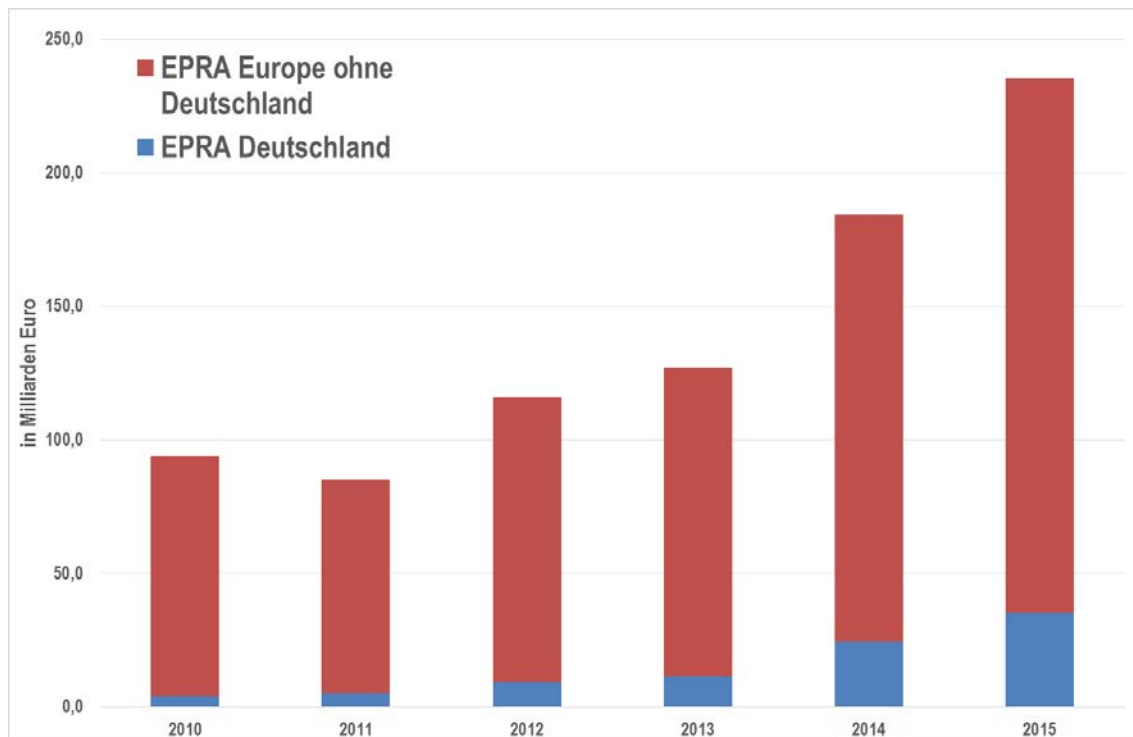
2.4 Bedeutung der börsennotierten Wohnungsunternehmen für den Kapitalmarkt

Börsennotierte Wohnungsunternehmen sind schon seit der Jahrtausendwende am deutschen Wohnungsmarkt vertreten, ohne dass diese Unternehmensform zunächst einen prägenden Einfluss hatte. Erst in den letzten fünf Jahren hat das

Angebotssegment der börsennotierten Wohnungsunternehmen durch die Börsengänge und die Übernahmen großer Wohnungsunternehmen eine dynamische Entwicklung und einen spürbaren quantitativen Bedeutungszuwachs am Wohnungswie auch am Kapitalmarkt erlebt.

Bundesweit gibt es über 11.000 Aktiengesellschaften, von denen aber mit 711 Gesellschaften nur ein Bruchteil börsennotiert ist (Deutsche Bundesbank 2014). Ein ähnliches Bild ergibt sich für den Wohnimmobiliensektor: Von den über 3.000 Wohnungsgesellschaften hat nur ein kleiner Bruchteil die Rechtsform einer Aktiengesellschaft.

Abbildung 6: Marktkapitalisierung EPRA Europe und EPRA Germany 2010 bis 2015 (jeweils 31.12.)



Quelle: EPRA, eigene Berechnungen, eigene Darstellung

Aus der Gruppe der hier untersuchten börsennotierten Wohnungsunternehmen gehören acht Kernakteure zum 31.12.2015 dem EPRA-Europe-Index an: Neben den sechs deutschen Unternehmen Vonovia, Deutsche Wohnen, TAG Immobilien AG, LEG Immobilien AG, GrandCity Properties und Adler Real Estate auch die beiden österreichischen Firmen conwert und Buwog.¹⁷ Die Marktkapitalisierung des EPRA Europe¹⁸ hat sich zwischen 2010 und 2015 von rund 90 Mrd. € um 110 auf nunmehr 200 Mrd. Euro mehr als verdoppelt. Die Marktkapitalisierung der deutschen EPRA-Unternehmen, zu denen neben den sechs Wohnungsunternehmen weitere sieben Immobilienunternehmen (Office, Retail, diversified) gehören, hat sich jedoch im selben Zeitraum von knapp 4 auf 35 Mrd. Euro beinahe verneunfacht. Dieser Bedeutungszuwachs des EPRA Germany ist auf die zunehmende Marktkapitalisierung der sechs deutschen börsennotierten Wohnungsunternehmen zurückzuführen: Von den 35 Mrd. € des EPRA-Index Germany entfallen zum 31.12.2015 über 90 Prozent auf diese sechs

¹⁷ Auch die ADO Properties zählt zu den deutschen EPRA-Unternehmen. Sie wird in dieser Studie jedoch nicht berücksichtigt.

¹⁸ Vgl. <http://www.epra.com/research-and-indices/indices/charts-and-data/>

Unternehmen¹⁹. Mit der Entwicklung des Wohnimmobilienbereichs konnte der bisher vergleichsweise kleine deutsche börsennotierte Immobiliensektor seine Position gegenüber den anderen großen europäischen Volkswirtschaften wie Frankreich und Großbritannien am Kapitalmarkt wesentlich verbessern.

¹⁹ Dieses Verhältnis schwankt in Abhängigkeit von den jeweiligen Kursentwicklungen.

3 Der börsennotierte Wohnungssektor: Entstehung, Entwicklung und Konsolidierung

Aus bescheidenen Anfängen in den 90er Jahren haben sich die börsennotierten Wohnungsunternehmen mittlerweile zu einer bedeutenden Vermietergruppe entwickelt. Sie sind zu wichtigen Akteuren an den Wohnungs- und Kapitalmärkten geworden. In diesem Kapitel werden neben der quantitativen Entwicklung des Wohnungsbestandes der börsennotierten Wohnungsunternehmen insbesondere die Rahmenbedingungen und Entstehungskontexte der einzelnen Unternehmen einschließlich ihrer weiteren Entwicklung im Überblick dargestellt. Hierbei werden die Voraussetzungen und die Ursachen für den wesentlichen Bedeutungszuwachs dieser Anbietergruppe geklärt. Die Darstellung orientiert sich an den Phasen des Transformationsprozesses zur Herstellung der Kapitalmarktfähigkeit ehemals öffentlicher oder werksgebundener Wohnungsbestände. Einen Schwerpunkt des Kapitels bilden die besonderen Finanzierungsformen und -strategien börsennotierter Wohnungsunternehmen. Vor dem Hintergrund der aktuellen Konsolidierungstendenzen liegt der Fokus dabei auf der Analyse der Übernahmefinanzierungen.

Zunächst wird ein Überblick über die Entstehung der einzelnen Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften mit Schwerpunkt auf die Rahmenbedingungen und die Meilensteine der Entwicklung gegeben (Abschnitt 3.1).

Eine phasenweise Untersuchung und Darstellung der Börsengänge der Wohnungsunternehmen als mehrstufige Prozesse – von der Prüfung der Börsenreife bis zum Handel an der Börse – erfolgt in den Abschnitten 3.2 und 3.3. Bei dieser Betrachtung sind die hinter den Börsengängen stehenden Motive von Bedeutung. Ebenso von Belang sind – vor dem Hintergrund des Wechsels der Kontrollverhältnisse – der Handel mit den Wohnungsaktien einschließlich der Aspekte der Kursentwicklung und Kurspflege. In Abschnitt 3.4 werden die Konsolidierungsprozesse analysiert, die in den letzten Jahren nach den Börsengängen eine große Rolle gespielt haben. Neben einem Überblick über die Transaktionen bzw. Übernahmeveruche seit 2010 werden wesentliche Charakteristika der Transaktionen zusammengefasst und hinsichtlich ihrer Motivation untersucht. In Abschnitt 3.5 geht es schließlich um die Frage der Finanzierung börsennotierter Wohnungsunternehmen. Durch den Börsengang erschließen sich weitere Optionen bei den Finanzierungsinstrumenten, die ihrerseits Voraussetzung für die Übernahmen anderer, auch börsennotierter Wohnungsunternehmen sind.

Die wichtigsten Ergebnisse im Überblick

Börsennotierte Wohnungsunternehmen haben in den letzten Jahren verstärkt andere börsennotierte Wohnungsunternehmen übernommen. Der Überblick über die Transaktionen bzw. Übernahmeveruche seit 2010 zeigt die Unterschiede auch im Hinblick auf die Finanzierung auf. Die Kette von mittelgroßen und großen Übernahmetransaktionen mit zeitlichem Schwerpunkt in den Jahren 2013-2015 hat mittlerweile zu einer spürbaren Konzentration innerhalb des börsennotierten Angebotssegmentes geführt. Als Folge sind hier verglichen mit den anderen Angebotssegmenten des Wohnungsmarktes nur wenige große und sehr große Anbieter aktiv. Der Konzentrationsprozess hat sich hauptsächlich unter den größten Unternehmen des Sektors abgespielt. Das größte Unternehmen kontrolliert mittlerweile fast die Hälfte aller an der Börse notierten Wohnungsbestände und die beiden größten Anbieter kommen zusammen auf einen Anteil von beinahe zwei Dritteln. Die Übernahmen führen nicht selten zur Entstehung von Goodwill-Positionen in den Bilanzen. Daraus können sich für die betroffenen Unternehmen Risiken in Form zukünftiger bilanzieller Belastungen aus Firmenwertabschreibungen ergeben.

Das zentrale Motiv für die Börsengänge bildet der Exit der Altgesellschafter. Allerdings wurde im ersten Schritt überwiegend nur ein Teil der Aktien aus dem Bestand der Altgesellschafter mit dem Börsengang platziert („Einstieg in den Ausstieg“). Die weiteren Schritte auf dem Weg zum Ausstieg sind je nach Lage auf den Aktienmärkten mit unterschiedlichem Tempo erfolgt. Das Motiv der Zuführung von Eigenkapital für die Wohnungsunternehmen im Rahmen des Börsengangs stand dagegen weniger im Vordergrund. Allerdings ergeben sich hier durch den Börsengang neue Möglichkeiten in Form von zukünftigen Kapitalerhöhungen. Das Timing von Börsengängen ist unter Umständen erfolgskritisch wie die beiden gescheiterten ersten Anläufe der GSW und der Deutschen Annington zeigen. Dies ist ein Hinweis auf die grundsätzlichen Unsicherheiten bei Börsengängen.

Die Börsengänge haben die börsenmäßige Handelbarkeit der Wohnungsaktien erst ermöglicht. Diese ist von großer Bedeutung für die Finanzierungsmöglichkeiten der einzelnen Unternehmen wie auch für die Entwicklung der Kontroll- und Eigentumsverhältnisse. Die untersuchten Gesellschaften sind überwiegend im anspruchsvollen Prime Standard notiert. Damit verbunden ist ein hohes Maß an Rechtssicherheit und Transparenz. Die Zugehörigkeit der Unternehmen zu den Auswahlindizes (MDAX, DAX 30) ist von größter Bedeutung für die Liquidität des Aktienhandels, die Kursentwicklung und die Möglichkeiten der externen Kapitalbeschaffung.

Die Aktienkurse der neun Kernakteure haben sich seit dem Tiefpunkt der Finanzkrise im Februar 2009 aufgrund des günstigen Zins- und Immobilienmarktumfeldes auch gemessen am MDAX positiv entwickelt. Eine wichtige Größe für die Bewertung der Wohnungsaktiengesellschaften stellt das Verhältnis der Aktienkurse zu den Nettoinventarwerten dar, da hier bei großen Differenzen Risiken entstehen können.

Die Übernahmen im börsennotierten Angebotssegment waren in erster Linie durch Effizienzsteigerungen („Synergien“) aus Kostensenkungen einschließlich der Finanzierungskosten motiviert. Insofern sind die Motive mit dem theoretischen Konzept des „Marktes für Unternehmenskontrolle“ vereinbar. Daneben spielten aber auch weitere Faktoren wie die Erwartung weiter steigender Immobilienpreise und die Furcht vor dem Schließen von Gelegenheitsfenstern auf der Finanzierungsseite eine Rolle. Abgesehen davon neigen Konzentrationsprozesse auch bei den börsennotierten Wohnungsunternehmen dazu, eine Eigendynamik zu entfalten.

Unternehmenskäufe werden mit Hilfe des Kapitalmarktes finanziert, in dem entweder Anleihen begeben werden oder Beteiligungsfinanzierungsinstrumente eingesetzt werden. Allenfalls zur Vor- oder Zwischenfinanzierung werden Bankdarlehen eingesetzt. Da Anleihen und mehr noch Kapitalerhöhungen im Wesentlichen spezifische Instrumente börsennotierter Gesellschaften sind, ist der Börsengang eine fast zwangsläufige Voraussetzung für die beobachteten externen Wachstumsprozesse dieser Wohnungsunternehmen.

Bei der Akquisitionsfinanzierung bilden die eigenkapitalerhöhenden Maßnahmen den Kern der Finanzierung. Sie werden ergänzt durch Fremdkapitalbausteine (unbesicherte Anleihen, Hybridanleihen, Bridge loans). Die Gesellschaften achten darauf, dass die Übernahmetransaktionen ihre bilanziellen Kennzahlen und besonders die bilanziellen Eigenkapitalrelationen möglichst wenig beschädigen.

Die verfügbaren Fremdfinanzierungsoptionen hängen von der Unternehmensgröße, vom Vorhandensein eines externen Ratings sowie davon ab, ob das Unternehmen börsen- und indexnotiert ist. Ein Rating erschließt den Zugang zum Finanzierungsinstrument der Unternehmensanleihen. Börsennotierung und Emittentenrating wirken sich günstig auf die darstell-

baren Volumina und die Zinskonditionen und damit auf die Wettbewerbsposition aus. Die Unterschiede in den Finanzierungskosten zwischen den professionellen Emittenten (GCP, Vonovia) und den Gelegenheitsemittenten von unbesicherten Anleihen sind erheblich, woraus sich entsprechende Wettbewerbsvorteile für jene Gruppe ergeben.

Das nötige Eigenkapital für Übernahmefinanzierungen wird in der Regel im Wege der Kapitalerhöhung aufgebracht. Bei den untersuchten Übernahmen konnte eine gewisse Präferenz für den kombinierten Einsatz von Aktientausch und Barzahlungskomponenten („Mixed bid“) festgestellt werden.

Von besonderer Bedeutung für eine flexible Reaktion auf sich bietende Übernahmemegelegenheiten ist das sogenannte „Genehmigte Kapital“. Es handelt sich hier um eine Kapitalerhöhung „auf Vorrat“, die abgesehen von der Ermächtigung des Vorstandes keinen situationsbezogenen Hauptversammlungsbeschluss mehr erfordert.

Im Hinblick auf die eingesetzten Übernahmefinanzierungsstrategien lassen sich die wichtigsten Ergebnisse wie folgt zusammenfassen: Die instrumentelle Flexibilität ist sowohl bei der Beteiligungsfinanzierung (genehmigtes Kapital, Bezugsrechtsausschluss) als auch bei der Fremdkapitalbeschaffung (z.B. durch revolvingende Anleiheemissionsprogramme) von großer Bedeutung. In diesem Zusammenhang hat die Ablösung der unflexiblen CMBS durch unbesicherte Anleihen einen Zugewinn an unternehmerischer Handlungsfreiheit mit sich gebracht. Die Gläubigerseite hat dadurch wesentlich an Einflussmöglichkeiten auf unternehmerische Entscheidungen verloren. Die fundamentalen Änderungen auf der Finanzierungsseite haben zu ausgewogeneren Fälligkeitsstrukturen auf den Passivseiten der Bilanzen geführt, so dass Prolongations- und Zinsänderungsrisiken nur noch in abgeschwächter Form bestehen. Die börsennotierten Wohnungsunternehmen sind resilienter als ihre von Finanzinvestoren beherrschten Vorläufer.

Das Beispiel der Deutschen Annington zeigt, dass die sich bietenden Gelegenheitsfenster an den Kapitalmärkten mit einer ganzen Reihe von Kapitalbeschaffungsmaßnahmen und Übernahmetransaktionen von diesem Akteur sehr weitgehend ausgenutzt wurden.

3.1 Entstehung der Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften

Am Anfang der Entwicklung des börsennotierten Wohnungsangebotssegmentes standen Gründungen und Neuausrichtungen von Aktiengesellschaften sowie Mantelübernahmen mit dem Ziel, auf dem deutschen Wohnungsmarkt zu investieren. Die Deutsche Wohnen AG und die TAG Immobilien AG waren unter den ersten börsennotierten Aktiengesellschaften, die unter Nutzung der Finanzierungsmöglichkeiten an den Kapitalmärkten den deutschen Wohnungsmarkt als Investmentziel in den Fokus nahmen. Ein früher Vorläufer war die WCM AG, die nach 200 Jahren im Jahr 1966 die Textilproduktion einstellen musste und sich danach zunächst mit der Verwaltung des eigenen Grundbesitzes beschäftigte. Daraus ging eine gemischte Beteiligungsgesellschaft hervor, die in den 90er Jahren nach und nach einen großen Bestand an Wohnimmobilien aufbaute. Ein Meilenstein auf diesem Weg war unter anderem die Übernahme der RSE Grundbesitz- und Beteiligungs-AG²⁰, die in Deutschland mehr als 40.000 Wohnungen besaß. Diesen Aktivitäten war jedoch kein nachhaltiger wirtschaftlicher Erfolg beschieden. Aufgrund von Fehlspekulationen im Bereich der Beteiligungen außerhalb der Immobilienwirtschaft wurde die WCM insolvent und musste sich auch von ihren Wohnungsbeständen trennen.

²⁰ Eine paneuropäische Immobilien-Aktiengesellschaft, die auf dem Erwerb des börsennotierten Mantels der Rinteln-Stadthagener Eisenbahn-AG durch eine Hamburger Vermögensverwaltung basierte.

Auch im weiteren Verlauf der Entwicklung wurden seit langem bestehende Aktiengesellschaften auf das Geschäftsfeld der deutschen Wohnimmobilien hin neu ausgerichtet. Ausländische Private Equity-Fonds sind erst relativ spät als Aufkäufer von Portfolios auf dem deutschen Markt aufgetreten. Die von diesen Fonds übernommenen Unternehmen wurden zunächst kapitalmarktfähig gemacht, dann in Aktiengesellschaften umgewandelt und schließlich an die Börse gebracht.

Ein ganz wesentlicher Faktor für die Ausweitung des Sektors der börsennotierten Wohnungsunternehmen war das seit den späten 90er Jahren bis kurz vor Ausbruch der Finanzkrise immer breiter werdende Angebot an zum Verkauf stehenden Wohnungsportfolien. Dahinter standen die anhaltenden Defizite und schwierigen Finanzierungsbedingungen öffentlicher Haushalte sowie die ideelle und organisatorische Ablösung vieler Industrieunternehmen von ihren Werkswohnungsgesellschaften.

Das wachsende Angebot an zum Verkauf stehenden Wohnungsgesellschaften traf vor dem Hintergrund einer verbreiteten optimistischen Markteinschätzung auf eine dynamisch wachsende Nachfrage. Der deutsche Wohnungsmarkt galt spätestens seit dem Jahr 2000 als sehr aussichtsreich und geriet so schließlich auch in den Fokus ausländischer Finanzinvestoren, die angesichts einer fast weltweiten Hauspreisinflation auf einen Nachholeffekt am deutschen Wohnimmobilienmarkt spekulierten.

Auf der regulatorischen Seite sind mit dem Wegfall der Wohnungsgemeinnützigkeit im Jahr 1990 und der seit 2002 geltenden Steuerfreiheit bei der Veräußerung von inländischen Kapitalgesellschaften entscheidende Hürden für die Privatisierung ehemals gemeinnütziger Wohnungsunternehmen aus dem Weg geräumt worden. Auch die Geldpolitik hat dazu beigetragen, dass ein Druck entstand, deutsche Wohnimmobilienportfolios kapitalmarktfähig zu machen und damit eine neue lukrative Anlagemöglichkeit zu schaffen (TRAWOS 2012, Abschnitt A.IV).

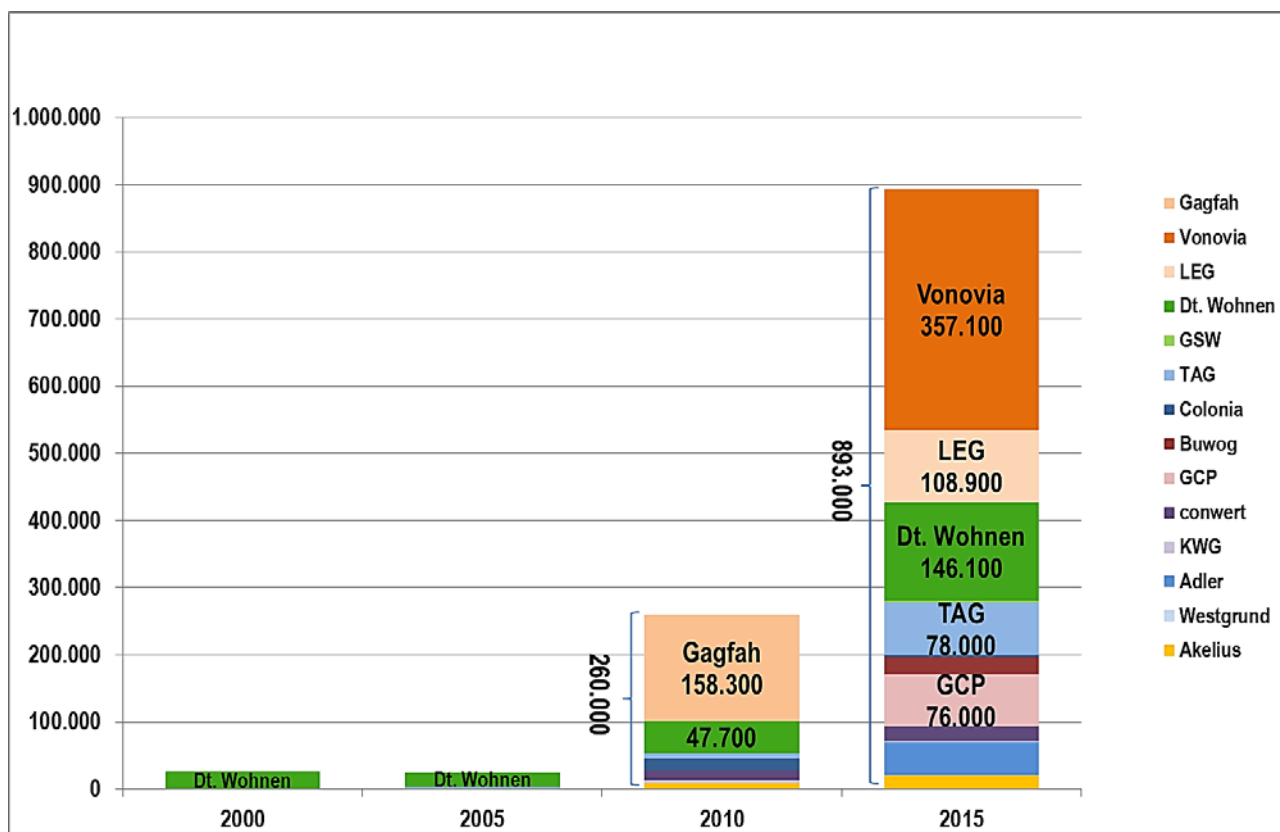
Diese günstigen Rahmenbedingungen haben seit der Jahrtausendwende eine dynamische Entwicklung des börsennotierten Wohnungssektors ermöglicht. Im Jahr 1999 war neben der gemischten Beteiligungsgesellschaft WCM zunächst nur die Deutsche Wohnen AG mit einem Portfolio von 27.200 Wohnungen am Markt präsent. Auch fünf Jahre später waren lediglich die TAG Immobilien AG mit einem Bestand von rund 3.800 (Portfolio Bauverein zu Hamburg AG) und die Colonia Real Estate mit 5.100 Wohnungen hinzugekommen. Weitere fünf Jahre später, also im Jahr 2010, hatte sich der Kreis der marktaktiven Wohnimmobilien-AGs mit der Gagfah S.A. (158.000 Wohnungen), der conwert Immobilien Invest SE (13.800 Wohnungen), der Westgrund AG (1.500 Wohnungen), der Kommunale Wohnen AG (4.800 Wohnungen) und der Akelius Residential AB (8.600 Wohnungen) dann allerdings sehr deutlich erweitert. Der Gesamtbestand lag seinerzeit bereits bei 260.000 Wohneinheiten. Eine noch größere Dynamik war nach der Finanzmarktkrise im Rahmen der allgemeinen Erholung der Märkte festzustellen. Seitdem hat sich die Zahl der von den börsennotierten Aktiengesellschaften gehaltenen Wohnungen mehr als verdreifacht. Ursächlich hierfür waren nicht zuletzt die Börsengänge der großen, ehemals Private Equity-gesteuerten Unternehmen GSW Immobilien AG, LEG Immobilien AG und Deutsche Annington Immobilien SE. Zum Wachstum des gesamten Angebotssegments in den Nachkrisenjahren hat daneben das dynamische Wachstum der TAG Immobilien AG, der Grand City Properties S.A. und der Adler Real Estate AG beigetragen. Diesen Anbietern ist es in den letzten fünf Jahren gelungen, ihren Wohnungsbestand um ein Vielfaches zu vergrößern.

Es sind also vier miteinander verbundene Entwicklungen die für das Wachstum des börsennotierten Angebotssegments verantwortlich waren:

1. das wachsende Angebot an Wohnungsportfolien aus dem öffentlichen und dem werksgebundenen Bereich, die durch Übernahmetransaktionen (zum Teil über Umwege) in den börsennotierten Bereich gewechselt sind

2. die wachsende Nachfrage nach Wohnungsportfolien aufgrund einer immer optimistischer werdenden Markteinschätzung
3. die wachsende Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes für große Wohnungsportfolien durch die Schaffung von immer neuen Plattformen und Investmentvehikeln (Aktiengesellschaften und Fonds)
4. wesentliche Änderungen im regulatorischen und geldpolitischen Umfeld

Abbildung 7: Entwicklung des Wohnungsbestands des börsennotierten Wohnungssektors zwischen 2000 und 2015



Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, eigene Darstellung

Als Initiatoren der Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften und der Börsengänge verdienen die veräußernden Investoren bzw. Investorengruppen („Primärinvestoren“) besondere Beachtung. Dabei muss zwischen den Private Equity-Fondsinvestoren und den sonstigen Primärinvestoren unterschieden werden. Die Anlässe und Motive für die Gründung der Aktiengesellschaften und den Exit der Primärinvestoren hängen nicht zuletzt auch vom Entstehungshintergrund der Unternehmen ab.

Die Unternehmen mit *Private Equity-Hintergrund* sind die wichtigste Gruppe unter den börsennotierten Wohnungsunternehmen. Sie kontrollieren mehr als die Hälfte der Wohnungen des börsennotierten Angebotssegmentes. Diese Unternehmen sind nach der Jahrtausendwende als Folge des Einstiegs angelsächsischer Private Equity-Gesellschaften in den deutschen Wohnungsmarkt entstanden. Diese Finanzinvestoren haben öffentliche und werksgebundene Wohnungsunternehmen aufgekauft und in Aktiengesellschaften eingebracht. Die britische Terra Firma erwarb schon im Jahr 2001 64.000 Eisenbahnerwohnungen mittels der Übernahmeplattform Deutsche Annington. Der Konkurrent Fortress übernahm 2004 die Kontrolle

über die Gagfah. Außerdem wurden die Whitehall Private Equity-Fonds (Goldman Sachs) und Cerberus Capital Management auf dem Übernahmemarkt aktiv (GSW, LEG). Ein Meilenstein der Entwicklung war die Übernahme der Viterra durch die Deutsche Annington im Jahr 2005. Die Private Equity-Fonds sind inzwischen an den von ihnen gegründeten Aktiengesellschaften nicht mehr beteiligt. Der dominante Exitkanal²¹ war in allen Fällen der Börsengang:

- P1 Gagfah S.A.: Bei der Gagfah haben in gewissem Umfang Verkäufe von Teilportfolien und Einzelobjekten sowie Mieterprivatisierungen stattgefunden. Per Saldo hat der Wohnungsbestand gegenüber dem 2008 erreichten Höchststand (172.300 Wohnungen) um rund 28.000 Wohneinheiten abgenommen. Mit dem Börsengang im Jahr 2006 hat Fortress zunächst knapp 20 Prozent der eigenen Anteile an den Markt gebracht. Ab 2010 setzten erhebliche Dividendenzahlungen ein. Der schrittweise Rückzug der Fortress-Fonds zog sich bis Anfang Juni 2014 hin (Börsen-Zeitung v. 11.06.2014). Damit waren die Fonds insgesamt knapp 10 Jahre an der Gagfah beteiligt.
- P2 GSW Immobilien AG: Nach der Übernahme des Portfolios (65.080 Wohneinheiten) im Mai 2004 durch die Finanzinvestoren wurde es in gewissem Umfang umgeschlagen und dabei verkleinert. In 2006 und 2007 wurden etwa 2.000 Einzelprivatisierungen vollzogen. Nach dem Ausstieg der Finanzinvestoren besaß die GSW noch rund 52.000 Wohneinheiten. Im Zuge des Börsengangs am 15. April 2011 wurden zunächst 60 Prozent der Aktien platziert. Die restlichen Aktien wurden von Cerberus und Whitehall Anfang 2012 platziert.
- P3 LEG Immobilien AG: Der Wohnungsbestand von rund 91.000 Wohnungen ist nach der Übernahme durch die Finanzinvestoren im August 2008 eher passiv bewirtschaftet worden. Die Verkäufe entwickelten sich nach der Privatisierung deutlich rückläufig. Der Wohnungsbestand war am Vorabend des Börsenganges Anfang 2013 noch in etwa so groß wie zum Privatisierungszeitpunkt. Die Finanzinvestoren haben fast alle Aktien noch im Jahr des Börsengangs verkauft.²²
- P4 Deutsche Annington Immobilien SE: Die Deutsche Annington hatte bereits eine 11-jährige Vorgeschichte als Private Equity-kontrolliertes Unternehmen hinter sich, als 2013 der Börsengang erfolgte. Der Verkauf von Wohnungen mit Schwerpunkt auf die Einzelprivatisierung gehörte von Anfang an zum Geschäftsmodell (Abschnitt 5.6.5). Per Saldo entwickelte sich der Wohnungsbestand bis zum Börsengang relativ stabil. Gewinnausschüttungen erfolgten erst ein Jahr nach dem Börsengang und ein Teil der ehemaligen Fondsinvestoren blieb investiert.

Einer der wichtigsten Gründe für die Dominanz des Börsengangs als Exitkanal dürfte in der schieren Größe der Wohnungsunternehmen mit Private Equity-Hintergrund liegen. Bei Erreichen einer kritischen Unternehmensgröße erweist sich der Börsengang beinahe als alternativlos:

- Bei einzelnen Investoren oder strategischen Käufern ist die nötige Kapitalstärke für Übernahmen dieser Größenordnung in der Regel nicht vorhanden.

²¹ Ein Exitkanal ist ein Weg zur Liquidation eines Investments. Der Exit kann „en gros“ oder „en détail“ vollzogen werden (Stainer / Holzmann 2006, S. 535 ff.). Bei einem Exit en détail werden einzelne Objekte oder Wohnungspakete (sogenannter „Secondary sale“) am Immobilienmarkt veräußert. Die Mieterprivatisierung gilt als Vorzugsvariante, da hier in der Regel die höchsten Margen im Verhältnis zum Buchwert der Wohnungen erzielt werden können. Bei einem Exit en gros werden dagegen keine Immobilien verkauft, sondern Geschäftsanteile. Ein Exit en gros kann durch Beteiligungsverkäufe, Börsengänge oder das Auflegen von Immobilienfonds realisiert werden.

²² Die Fonds von Goldman Sachs (Whitehall) haben ihr Investment (89 Prozent der Aktien zum Zeitpunkt der Erstnotierung) noch im Jahr des Börsengangs vollständig liquidiert. Perry Capital hatte seinen Anteil zum Jahresende 2013 von 11 Prozent (Börsengang) auf 3 Prozent zurückgeführt.

- Die sehr großen Staatsfonds sind eher risikoavers eingestellt und streben eher liquide Aktieninvestments mit einer ausreichenden Währungsdifferenzierung an.
- Für Finanzinvestoren im Rahmen von Secondary deals ist die Margenschwäche des Vermietungsgeschäfts jedenfalls dann abschreckend, wenn keine erheblichen Wertsteigerungserwartungen mehr bestehen.
- Ein Verkauf eines REPE-kontrollierten Wohnungsunternehmens direkt an ein börsennotiertes Wohnungsunternehmen (also ohne vorherigen Börsengang) ist möglicherweise auch wegen der Synchronisierung der Einstiegs- und Ausstiegszeitpunkte der Finanzinvestoren nicht zustande gekommen.

Bei den *neu ausgerichteten Industrieunternehmen* handelt es sich um alte Industrie- und Verkehrsunternehmen (Adler Real Estate AG und TAG Immobilien AG). Die Unternehmensgründung fand seinerzeit bereits in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft statt. An diesen Unternehmen haben sich später neue Investoren beteiligt und unter deren Einfluss wurden die Geschäftsfelderportfolios schrittweise neu ausgerichtet (keine Mantelübernahmen). Diese neuen Investoren haben sich jedoch zum Teil bereits wieder von ihren Beteiligungen getrennt.²³

Die heutige TAG Immobilien AG geht unmittelbar auf die 1882 für den Bau und den Betrieb einer Eisenbahnstrecke gegründete Tegernsee-Bahn Aktiengesellschaft (TAG) zurück. Vom Geschäftsfeld Bahnbetrieb hat sich diese Gesellschaft erst 2012 endgültig verabschiedet, wobei dieses Geschäftsfeld seine ehemalige Bedeutung allerdings längst verloren hatte. Die erste Beteiligung im Immobiliensektor wurde aber bereits 2001 unter dem Einfluss neuer Investoren platziert. Danach wurde der Unternehmensschwerpunkt schrittweise immer weiter in Richtung Immobiliengeschäft verschoben.

Die Adlerwerke wurden bereits im Jahr 1880 in Frankfurt a.M. als Aktiengesellschaft gegründet und stellten bis 1998 Büromaschinen (u.a. Schreibmaschinen) her. Unter dem Einfluss wechselnder Investoren, darunter die Philipp Holzmann AG und der bis heute engagierte Luxemburger Investmentfonds „Mezzanine IX Investors“ wurde das Unternehmen schrittweise auf den Immobiliensektor neu ausgerichtet, wobei die Verwertung der zentral in Frankfurt gelegenen historischen Produktionsgebäude den Anstoß gegeben hat.

Unter den eigens für den Aufbau von Wohnimmobilienportfolios gegründeten Aktiengesellschaften war die Deutsche Wohnen AG bereits seit 1998 mit ihrer Spezialisierung auf Wohnimmobilien aktiv.²⁴ Mit der Aufhebung des Beherrschungsvertrages im Jahr 2006 hat sich die Deutsche Bank aus dem Unternehmen zurückgezogen. Danach ist das Unternehmen durch eine Reihe von größeren Übernahmen mit räumlichem Schwerpunkt im Großraum Berlin sehr dynamisch gewachsen. Zwischen 2007 und 2011 waren Private Equity-Fonds von Oaktree mit zunächst 22,7 Prozent der Aktien an der Deutsche Wohnen AG beteiligt. Diese Beteiligung war eine Folge der Übernahme der Oaktree-Beteiligung Gehag durch die Deutsche Wohnen. Der Kaufpreis wurde in Form von Aktien und Wandelschuldverschreibungen der Deutsche Wohnen bezahlt. Die Oaktree-Fonds haben ihre Aktien in zwei Schritten in den Jahren 2010 und 2011 verkauft.

²³ Bei der TAG Immobilien AG ist der ehemalige Großaktionär, die Investoren-Gruppe um Lutz Ristow, im Jahr 2013 ausgestiegen. An Adler Real Estate hält der Investmentfonds „Mezzanine IX Investors“ immer noch knapp 40 Prozent der Aktien.

²⁴ Der Erwerb der Wohnungsbestände der ehemaligen Hoechst AG und des Heimstätte Rheinland-Pfalz-Konzerns mit dem räumlichen Schwerpunkt im Rhein-Main-Taunus-Gebiet bildete mit zusammen 26.000 Wohneinheiten den Grundstock des heutigen Portfolios.

Die conwert Immobilien Invest SE wurde im Jahr 2001 von den Österreichern Günter Kerbler und Johann Kowar als reine Publikumsaktiengesellschaft gegründet. Das handelsorientierte Geschäftsmodell schließt auch Projektentwicklungen (Altbausanierung und Wohnungsneubau) ein und es war von Anfang an international ausgerichtet, wobei besonders der deutsche Markt im Fokus des Interesses stand. Der Ausstieg der Gründer aus dem Investment erfolgte im Jahr 2012.

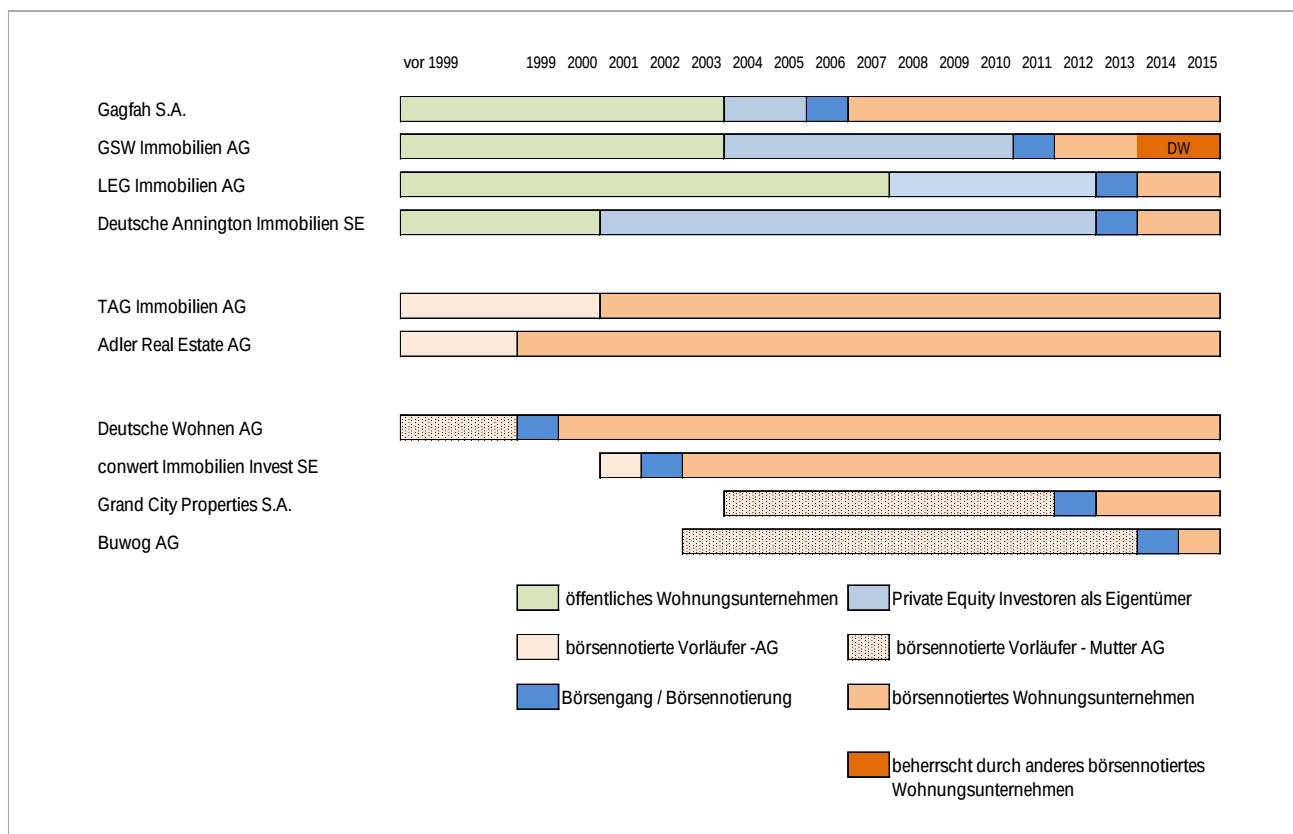
Die Luxemburger Aktiengesellschaft Grand City Properties S.A. wurde im Jahr 2011 gegründet und ging bereits im darauffolgenden Jahr an die Börse. Die Gesellschaft ist aus der Übernahme der zyprischen Grandcity Property Ltd. Im Jahr 2012 hervorgegangen, die zwischen 2004 und 2011 verschiedene Wohnungsportfolios in Berlin und NRW erworben hatte (zusammen 8.750 Einheiten). Seitdem ist das Unternehmen durch die Übernahme weiterer Portfolios ausschließlich in Deutschland sehr dynamisch gewachsen.

Die BUWOG wurde 1950/1951 von der Republik Österreich als Wohnungsgesellschaft für Bundesbedienstete geschaffen. Die Privatisierung erfolgte im Jahr 2002 und kurz darauf wurde die BUWOG in die Immofinanz AG eingegliedert. Im Mai 2014 wurde die BUWOG dann wieder abgespalten, wobei die Immofinanz aber als Großaktionär engagiert blieb.

Die Akelius Residential AB geht auf eine Gründung des schwedischen Geschäftsmanns Roger Akelius im Jahre 1971 zurück. Der Markteintritt in Deutschland erfolgte im Jahr 2006 mit Akquisitionen in Berlin. Die Akelius Stiftung besitzt 90 Prozent der Aktien der Akelius Residential Property AB und die restlichen 10 Prozent der Anteile werden von Roger Akelius sowie von 15.000 Vorzugsaktionären gehalten. Das Kontrollverhältnis zu der Stiftung ist auf Ewigkeit angelegt, denn die Stiftung gehört sich selbst (keine Eigentümer oder Mitglieder) und kann nicht veräußert werden. Der Stiftungsbeirat ist an die vom Gründer erlassenen Regeln gebunden und erneuert sich ggf. durch Kooptation.

Während die Private Equity-Häuser aus angelsächsischen Ländern stammen, haben bei den anderen Gruppen überwiegend nationale Primärinvestoren das Geschäftsmodell neu ausgerichtet bzw. die Neugründungen initiiert. Unabhängig von ihrer Herkunft haben die meisten Primärinvestoren ihre Investments inzwischen wieder liquidiert oder sie haben ihre Beteiligungsquote erheblich zurückgefahren.

Abbildung 8: Börsennotierte Wohnungsunternehmen nach Unternehmenshistorie



Quelle: eigene Darstellung

3.2 Börsengänge von Wohnungsunternehmen: Phasenbetrachtung

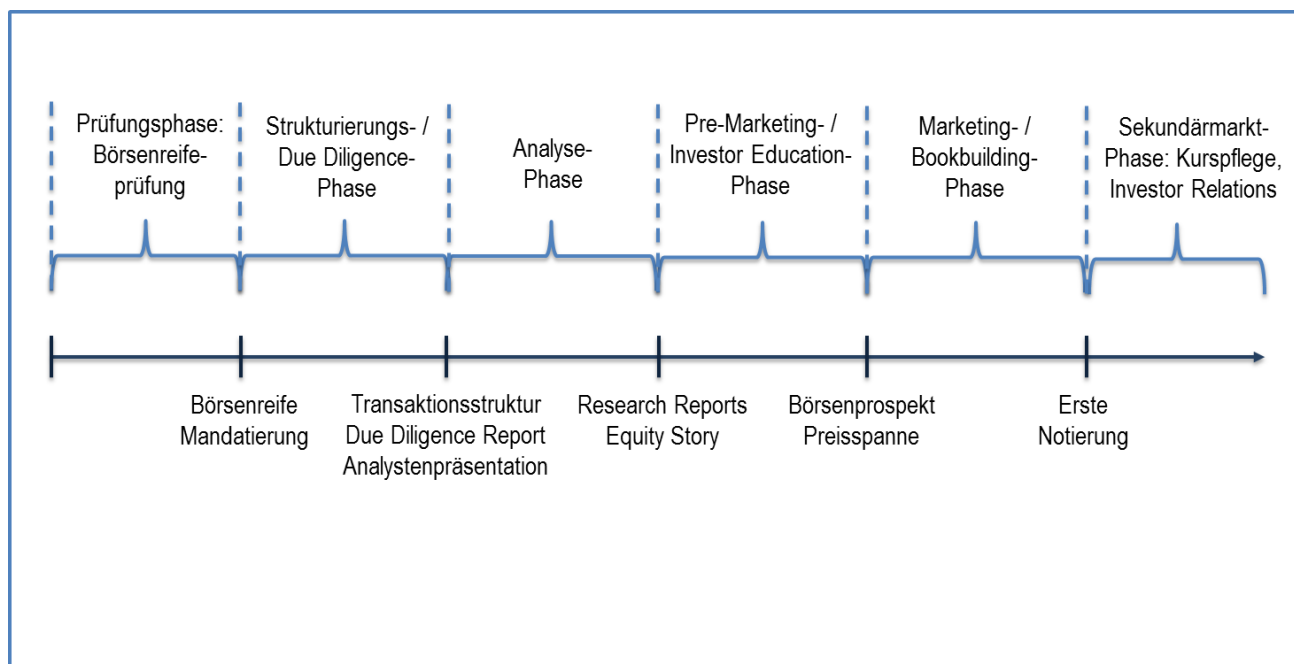
Unter einem Börsengang (englisch initial public offering, IPO) versteht man die erstmalige Platzierung der Aktien eines Unternehmens auf dem organisierten Kapitalmarkt. In diesem Abschnitt wird ein Überblick über die grundlegende Funktionsweise der Börsengänge von Wohnungsunternehmen gegeben. Insbesondere wird untersucht, inwieweit sich Börsengänge von Wohnungsunternehmen von Börsengängen in anderen Branchen unterscheiden und ob sich bei den betrachteten börsennotierten Wohnungsunternehmen die Eigenschaften des Börsengangs nach der Vorgeschichte und der Eigentümerstruktur unterscheiden.

Eine Aktienemission muss zum richtigen Zeitpunkt unter Berücksichtigung der Unternehmens- und der Marktsituation sowie des Kapitalmarktumfeldes erfolgen. Davon hängen das erzielbare Emissionsvolumen und der Emissionspreis ab. Es gibt an den Kapitalmärkten immer wieder Gelegenheitsfenster, aber auch längere Perioden, in denen Neuemissionen von Aktien so gut wie nicht stattfinden. Börsengänge sind daher mit großen Unsicherheiten verbunden und zeitlich nicht genau planbar (siehe die Fallstudien in Anhang D).

Abgesehen vom Kapitalmarktumfeld ist die transparente Erfüllung qualitativer und quantitativer Emissionskriterien ausschlaggebend dafür, ob genügend Aktienkäufer (Eigenkapitalgeber) gefunden werden können. Neben einer attraktiven Bewertung der Vermögensgegenstände kommt es vor allem auch auf eine überzeugende „Equity story“ an (Abschnitt 3.2.4).

Ein Börsengang ist kein einmaliges Ereignis, sondern ein mehrstufiger Prozess, der mit der Prüfung der Börsenreife des Kandidaten einsetzt und der mit der Erstnotierung der Aktie nicht abgeschlossen ist. Es handelt sich stets um ein fundamentales Unternehmensereignis, das tiefgreifende Einschnitte in ganz unterschiedlichen Unternehmensbereichen wie zum Beispiel Corporate Governance, Rechnungslegung und Öffentlichkeitsarbeit nach sich zieht.

Abbildung 9: Zeitlicher Ablauf des Börsengangs eines Wohnungsunternehmens



Quelle: eigene Darstellung

3.2.1 Entstehung und Herkunft der zu platzierenden Aktien

Ein Börsengang setzt zunächst einmal voraus, dass es sich um eine Gesellschaft mit der Rechtsform einer Aktiengesellschaft handelt (deutsche oder ausländische AG, SE oder KGaA). Die Mehrzahl der untersuchten börsennotierten Wohnungsunternehmen ist nicht durch Gründung, sondern durch einen *Formwechsel* von einer GmbH in eine Aktiengesellschaft unter Wahrung der rechtlichen Identität der Gesellschaft entstanden. Der Vorgang hat als solcher keine ertrags- oder umsatzsteuerlichen Auswirkungen und es erfolgt keine Vermögensübertragung.²⁵ Der Rechtsformenmix der untersuchten Aktiengesellschaften stellt sich wie folgt dar:

- 2x Europäische Aktiengesellschaft - SE (Vonovia, conwert)

²⁵ Formwechselnde Umwandlung im Gegensatz zur übertragenden Umwandlung, bei der die Gesellschaft aufgelöst und ihr Vermögen auf eine andere Gesellschaft übertragen wird.

- 8x Deutsche Aktiengesellschaft (Deutsche Wohnen, LEG, TAG, Adler, auch die beherrschten Gesellschaften GSW, Colonia, Westgrund und KWG)
- 2x Luxemburger Aktiengesellschaft (Grand City Properties und die von der Vonovia beherrschte Gagfah)
- 1x Österreichische Aktiengesellschaft (Buwog)

Die Verteilung der Rechtsformen ergibt kein klares Bild. Die Private Equity-Häuser haben ganz unterschiedliche Rechtsformen gewählt (europäische, deutsche und Luxemburger AG). Bei den neuausgerichteten Industrieunternehmen handelt es sich um deutsche Aktiengesellschaften. Unter den eigens für den Aufbau von Wohnimmobilienportfolien gegründeten Aktiengesellschaften treffen wir auf fünf Gesellschaften mit fünf unterschiedlichen Rechtsformen.

Prinzipiell herrscht bei der Wahl der Rechtsform europaweit Wahlfreiheit. Die Entscheidung für eine bestimmte Rechtsform hängt von verschiedenen Faktoren ab. Das Heimatland des Unternehmens mit seinen gewohnten rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen, aber auch Fragen der Mitarbeitermitbestimmung, der Besteuerungseffizienz, der Gewinnausschüttungsmöglichkeiten²⁶ und historische Rahmenbedingungen können die Wahl der Rechtsform mitbestimmen.

Die Konkurrenz der Rechtsformen in der Europäischen Union führt tendenziell dazu, dass Finanzinvestoren gezielt die Rechtsformen wählen, die am besten für ihren strategischen Ansatz geeignet sind. Bei dieser Gruppe ist auch die höchste Rationalität der Rechtsformwahl anzunehmen. Das bedeutet, dass Rechtsformen gewählt werden, die die Ziele der Investoren im Hinblick auf die Mitbestimmung, die Besteuerung und die Spielräume für Gewinnausschüttungen optimal fördern.

Unter den untersuchten Wohnungsunternehmen haben nur die Vonovia SE und die conwert Immobilien Invest SE die Rechtsform der Europäischen Aktiengesellschaft gewählt („Societas Europaea“ SE). Die SE bietet eine Wahlmöglichkeit zwischen einem dualistischen (Vorstand und Aufsichtsrat) oder einem monistischen (Verwaltungsrat) Leitungssystem. Die Vonovia ist dualistisch und conwert monistisch organisiert. Die Mitbestimmungsregeln bedeuten gegenüber einer deutschen AG eine wesentliche Einschränkung der unternehmerischen Mitbestimmungsmöglichkeiten der Arbeitnehmerseite.

Für das Kapital der SE, dessen Erhaltung, Erhöhung und Herabsetzung sowie für Aktien und Schuldverschreibungen gelten die Vorschriften, die im jeweiligen Sitzstaat der SE für Aktiengesellschaften gelten (siehe Binder et al. 2007, S. 296-299). Eine SE mit Sitz in Deutschland unterliegt also den Regelungen des Aktiengesetzes zur Kapitalerhaltung, zur Kapitalerhöhung (§§ 182 ff. AktG) und zur Kapitalherabsetzung (§§ 222 bis 240 AktG). Eine deutsche SE kann nach den Regelungen des § 221 AktG Wandel-, Options- und Gewinnschuldverschreibungen ausgeben. Eine SE kann, wie eine AG, ein bedingtes und ein genehmigtes Kapital haben.

Bei der Entscheidung für die Rechtsform der SE könnte im Falle der conwert Immobilien Invest SE deren transnationales Geschäftsmodell eine Rolle gespielt haben. Bei der Deutschen Annington / Vonovia dürfte der Aspekt der Arbeitnehmer-

²⁶ So hat die Gagfah im Geschäftsjahr 2009 bei einem Jahresverlust von 75 Mio. Euro Dividenden in Höhe von 180 Mio. Euro ausgeschüttet. Im darauffolgenden Jahr wurden bei einem knapp ausgeglichenen Ergebnis 135 Mio. Euro Dividenden verteilt. Diese Ausschüttungen wären bei einer Aktiengesellschaft nach deutschem Recht nicht möglich gewesen, da hier die Ausschüttungsmöglichkeiten durch den Jahresüberschuss nach Steuern und eventuelle Gewinnvorträge aus Vorjahren begrenzt sind (TRAWOS 2012, S. 152).

mitbestimmung bedeutsam gewesen sein. Als deutsche Aktiengesellschaft mit mehr als 2.000 Mitarbeitern wäre das Unternehmen verpflichtet, den Aufsichtsrat paritätisch mit Vertretern der Arbeitnehmer und der Kapitaleigner zu besetzen. Mit der europäischen Rechtsform kann auf die unternehmerische Mitbestimmung der Arbeitnehmervertreter verzichtet werden. Unter den untersuchten Unternehmen sind lediglich die TAG Immobilien AG und die BUWOG AG mitbestimmt. Bei der Deutsche Wohnen AG, der LEG Immobilien AG, Grand City Properties S.A., Adler Real Estate AG, conwert Immobilien Invest SE und Akelius Residential AB gibt es keine Arbeitnehmervertreter in den Aufsichts- bzw. Verwaltungsräten.

Die bei einem Börsengang zu platzierenden Aktien stammen entweder aus dem *Besitz der Altgesellschafter* (etwa beim Exit von Private Equity-Fonds) oder aus *Kapitalerhöhungen*. Im ersten Fall fließt den Altgesellschaftern der Erlös aus der Platzierung der Aktien zu. Es handelt sich für sie um einen Aktivtausch. Für die Gesellschaft ist dieser Vorgang bilanzneutral. Im zweiten Fall erhält die Aktiengesellschaft zusätzliches Eigenkapital und zusätzliche liquide Mittel (Beteiligungsfinanzierung). Die Bilanz verlängert sich entsprechend.

Nicht selten werden bei einem Börsengang gleichzeitig Aktien aus dem Bestand der Altgesellschafter als auch im Wege der Kapitalerhöhung neugeschaffene Aktien zur Zeichnung angeboten. Das ist zum Beispiel dann der Fall, wenn die Gesellschaft für die Finanzierung von Übernahmen oder zur Restrukturierung ihrer Verbindlichkeiten zusätzliches Eigenkapital benötigt.

So stammten beim GSW-Börsengang 75,4 Prozent der platzierten Aktien aus den Beständen der Altaktionäre und nur die restlichen 24,6 Prozent aus einer Kapitalerhöhung (siehe die Fallstudie in Anhang D). Beim Börsengang der Deutschen Annington war das Verhältnis umgekehrt: 69 Prozent der angebotenen Aktien waren durch Kapitalerhöhung neu geschaffen worden (siehe die Fallstudie in Anhang D) und zwar bereits im Hinblick auf das Rating nachfolgender Anleiheemissionen. Bei den Börsengängen von Gagfah (2006²⁷) und LEG (Anfang 2013) wurden dagegen nur Aktien aus dem Besitz der Aktaktionäre (Private Equity-Fonds) abgegeben. Den beiden Unternehmen sind aus diesen Börsengängen keine liquiden Mittel zugeflossen.

Beim Exit der Private Equity-Fonds via Börsengang wurde stets nur ein Teil der in den Händen der Fondsinvestoren befindlichen Aktien platziert. Weitere Aktien wurden dann später bei günstiger Kursentwicklung veräußert.²⁸

3.2.2 Prüfung der Börsenreife und Mandatierung

Die Börsenreife des IPO-Kandidaten ist bereits im Vorfeld des Börsengangs zu prüfen. Der Börsenreifetest setzt sich aus verschiedenen Einzelschritten zusammen:

- Rechtliche Börsenreife, u.a. Organe, Satzung, Geschäftsordnungen, Strukturierung des Eigenkapitals, Risikomanagement-System, börsensegmentspezifische Anforderungen

²⁷ Die Immobiliengruppe bot 44,8875 Millionen Aktien an, darunter 2,14 Millionen Aktien im Rahmen einer Mehrzuteilungsoption (Greenshoe). Das entsprach 20 Prozent aller Gagfah-Aktien.

²⁸ Die Buwog hat im Unterschied zu diesen Börsengängen im Zuge der Abspaltung von der Wiener Immofinanz im Frühjahr 2014 gar keine Aktien platziert. Die Papiere sind stattdessen den Immofinanz-Investoren ins Depot gebucht worden, ohne dass sie dafür zahlen mussten. Damit waren zwar die Voraussetzungen für einen börsenmäßigen Handel der Buwog-Aktien gegeben, aber weder dem Unternehmen noch den Aktionären ist bei dieser Transaktion Liquidität zugeflossen. In der Bilanz der Buwog hatte der Vorgang keine direkten Auswirkungen (unverändertes Eigenkapital).

- Wirtschaftliche Börsenreife, u.a. Produkt und Geschäftsmodell, Markt- und Branchenumfeld, Stärken-Schwächen-Analyse, Wettbewerbsanalyse, Peer Group-Vergleich mit schon börsennotierten Unternehmen, Zukunftsstrategie, Umsatz- und Ergebnisplanung
- Innere Börsenreife, u.a. Vollständigkeit und Kompetenz des Management-Teams, Unternehmensstrategie, Unternehmensplanung, Organisation, Führungsstruktur, Rechnungswesen, Controlling

Grundsätzliche Zweifel im Hinblick auf die Börsenreife sind im Nachhinein bei der Prelios S.P.A. und der Speymill Deutsche Immobilien Company Plc aufgrund des ausbleibenden unternehmerischen Erfolgs berechtigt. Außerdem war die Börsenreife der GSW Immobilien AG beim ersten Anlauf in 2010 wegen der ungeklärten Refinanzierung fraglich.

Wohnimmobilienaktiengesellschaften, bei denen der Börsengang schon vor der Finanzkrise erfolgt ist, konnten sich dem bis ins Jahr 2009 anhaltenden schwachen Börsenklima nicht entziehen: Die Kurse sind kräftig gefallen und es stellten sich Differenzen zwischen dem Börsenkurs und dem NAV pro Aktie ein, die analytisch nicht mehr nachvollziehbar waren (z.B. Verhältnis 1:7 bei der Gagfah S.A.).

Vor dem Börsengang werden von den Altaktionären in der Regel Gespräche mit verschiedenen Banken aufgenommen. Darauf folgt der sogenannte Beauty Contest (Pitch), bei dem sich die Emissionsabteilungen der Banken um das Mandat bewerben und ihre Bewertungs- und Preisvorstellungen angeben (in der Regel zwischen 4-6 Prozent des Emissionsvolumens). Nach Abschluss der Konditionenverhandlungen beauftragen die Altaktionäre eine Bank als Konsortialführer und beteiligen ggf. weitere Banken an der geplanten Emission (*Mandatierung*).

3.2.3 Strukturierung und Due Diligence

Gemeinsam mit den beteiligten Konsortialbanken wird die Transaktionsstruktur des Börsenganges festgelegt. Dabei sind folgende Festlegungen zu treffen: Aktiengattung, Herkunft der zu platzierenden Aktien (Besitz der Altgesellschafter oder Kapitalerhöhung, Abschnitt 3.2.1), Emissionsvolumen, Lock-up, Platzierungsform (öffentlich oder privat), Platzierungsort, Wahl des Börsensegments.

Grundsätzlich sollte die Strukturierung *zielgruppenorientiert* erfolgen und die Festlegungen zu den einzelnen Dimensionen sollten aufeinander abgestimmt sein. Der anzusprechende Investorenkreis kann bspw. gegliedert werden nach der geographischen Herkunft oder nach Investorentyp (z.B. Kleinanleger, Lebensversicherer, Staatsfonds).

Die Wahl der *Aktiengattung*²⁹ ist nicht zuletzt eine Frage von Kontrolle und Transparenz. Im Hinblick auf die Aktiengattungen bei den börsennotierten Wohnungsunternehmen wurden folgende Feststellungen getroffen:

- Vorzugsaktien kommen so gut wie nicht vor.³⁰
- Es überwiegen nennwertlose Aktien.³¹ Nennwertaktien hat nur die Gagfah S.A. begeben.

²⁹ Siehe dazu den Überblick bei Eilenberger 2012, S. 275 f.

³⁰ Mit einer Aufteilung in Stamm- oder Vorzugsaktien können privilegierte Aktiengattungen geschaffen werden, z.B. stimmrechtslose Vorzugsaktien mit prioritätschem Dividendenanspruch.

³¹ Nennwertlose Aktien haben keinen bestimmten Wertaufdruck, sondern verbriefen einen Anteil am Gesellschaftsvermögen des Unternehmens. Sie werden auch als Stück-Aktien bezeichnet.

- Es wurden neben Inhaber- auch Namensaktien ausgegeben (Gagfah S.A., LEG Immobilien AG und Deutsche Annington Immobilien SE).

Namensaktien erleichtern die Kommunikation mit den Aktionären, bieten einen gewissen Schutz gegen Übernahmeversuche und erleichtern die Handelbarkeit an internationalen Börsen. Der in den letzten Jahren in Deutschland vorherrschende Trend zu *Namensaktien*³² fand keine volle Entsprechung bei den jüngeren Börsengängen von Wohnungsunternehmen. So haben die GSW Immobilien AG und die Grand City Properties S.A. Inhaberaktien ausgegeben. Umwandlungen von Inhaberaktien in Namensaktien wurden nicht festgestellt.

Das *Emissionsvolumen* kann sich nicht allein nach dem Umfang des Abgabewunsches der Altgesellschafter und dem Kapitalbedarf des Unternehmens richten, denn die Aufnahmebereitschaft des Kapitalmarktes kann das mögliche Emissionsvolumen begrenzen.

In keinem Fall wurden alle Aktien der Altgesellschafter bereits mit dem Börsengang platziert. Den größten Streubesitzanteil unmittelbar nach dem Börsengang hat die GSW mit 60,0 Prozent erreicht. Die LEG Immobilien AG und die Buwog AG haben mit dem Börsengang rund 50 Prozent des Grundkapitals platziert. Bei der Gagfah S.A. lag der Streubesitzanteil nach dem Börsengang bei knapp 20 Prozent und bei der Deutschen Annington Immobilien SE bei 15,5 Prozent.

In allen Fällen sind nach dem Börsengang noch weitere Aktienverkäufe der Altgesellschafter erfolgt und zwar in den meisten Fällen bis hin zum vollständigen Ausstieg aus dem Investment. Die Börsengänge waren so gesehen bloß der „Einstieg in den Ausstieg“. Das genaue Timing der Börsengänge und der nachfolgenden Aktienverkäufe richtet sich nach der Markteinschätzung der Altgesellschafter. Börsentiefs werden „ausgesessen“ und Aktien werden in der Regel nur zu Kursen oberhalb des NAV (Net Asset Value, siehe unter 3.3.3) pro Aktie abgegeben.

Bei der Strukturierung muss außerdem entschieden werden, ob die Altaktionäre während der *Lock-up-Periode* unmittelbar nach dem Börsengang Verkauf weiterer Aktien gehindert werden sollen. Wenn nach der Emission noch viele Aktien bei den Altgesellschaftern verblieben sind, ist die Vereinbarung von Lock-ups beinahe zwingend, da die Emission sonst wegen der Gefahr einer massiven Kursbelastung durch weitere Verkäufe der Altgesellschafter unmittelbar nach der Emission erheblich an Attraktivität einbüßt. Im Falle des Börsengangs der Deutschen Annington betrug der Lock-up-Zeitraum 3 Monate, bei LEG und GSW 6 Monate.

Die Emission kann einem breiten Anlegerpublikum angeboten werden (*öffentliche Platzierung*) oder nur einem ausgewählten Investorenkreis (*private Platzierung*). Eine Privatplatzierung ist für den Emittenten kostengünstiger, doch ist die Handelbarkeit der Aktien eingeschränkt. Unter den untersuchten börsennotierten Wohnungsunternehmen hat lediglich die Deutsche Wohnen AG den Weg der Privatplatzierung gewählt. In allen anderen Fällen handelte es sich um öffentliche Platzierungen und die Aktien wurden zur öffentlichen Zeichnung ausgeschrieben (kein freihändiger Verkauf oder Verkauf über die Börse).

Im Hinblick auf den *Platzierungsort* kam es den zum Teil im Ausland ansässigen Wohnungsunternehmen darauf an, insbesondere ausländische Investoren für die von ihnen gehaltenen deutschen Wohnimmobilien zu gewinnen. Da Börsengänge in Deutschland nicht auf deutsche Unternehmen beschränkt sind, konnten ausländische Börsenkandidaten wie die beiden

³² Handelsblatt v. 11.10.2010: Trend zu Namensaktien: Aktionäre müssen sich zu erkennen geben.

Luxemburger Aktiengesellschaften Gagfah S.A. und Grand City Properties S.A. ihre Aktien entsprechend dem Schwerpunkt ihrer unternehmerischen Aktivitäten an der Frankfurter Börse platzieren. Eine Ausnahme in mehrfacher Hinsicht bildet die Aktie der deutschen Aktiengesellschaft Deutsche Wohnen AG, die 1999 an der Luxemburger Börse eingeführt wurde (Hassenkamp / Gier 2002, S. 644 f.).³³ Die Aktien waren vorher im Rahmen eines Private Placements bei institutionellen Anlegern und vermögenden Privatanlegern platziert worden.

Schließlich musste der Börsenkandidat sich für ein *Börsensegment* entscheiden. Für diese Entscheidung sind in erster Linie die Kosten und das angestrebte Transparenzniveau ausschlaggebend. Für das Listing in Frage kommen entweder der Regulierte Markt (General Standard oder Prime Standard) oder der Freiverkehr (Quotation Board oder Entry Standard) mit jeweils unterschiedlichen Zulassungsvoraussetzungen und Veröffentlichungspflichten. Die untersuchten Wohnungsunternehmen sind überwiegend in dem anspruchsvolleren Prime Standard notiert (siehe Abschnitt 3.3.1).

Um die rechtlichen, finanziellen, wirtschaftlichen und organisatorischen Gegebenheiten des Börsenkandidaten auf Risiken und Potentiale hin zu untersuchen, lässt die konsortialführende Bank durch Wirtschaftsprüfer eine Due-Diligence-Prüfung durchführen. Die Due Diligence muss die Risiken und Schwächen des Börsenkandidaten ebenso zutage fördern wie die Chancen und Stärken. Bei negativen Ergebnissen muss ggf. der Businessplan angepasst, der Unternehmenswert neu berechnet oder das ganze Vorhaben abgesagt werden. Die Ergebnisse sind davon abgesehen auch für die Auswahl des geeigneten Börsensegmentes und die Präsentation der Equity story vor Zulassungsgremien und Investoren (Roadshow) von Bedeutung (Arlinghaus / Balz 2001, S. 91). Dieser externen Due Diligence ist oft eine interne Due Diligence (auch als Vendor Due Diligence bezeichnet) vorgeschaltet.

3.2.4 Unternehmensstudien und Equity Story

Die Konsortialbanken lassen nun von eigenen Analysten Unternehmensstudien erstellen (sogenannte „Research-Reports“). Diese Studien enthalten

- eine allgemeine Beschreibung des Unternehmens
- eine Einschätzung von Marktstellung und Marktpotential des Unternehmens
- eine Beschreibung der historischen Entwicklung des Unternehmens
- aktuelle Entwicklungen und Wettbewerbsanalysen
- Discounted Cash-Flow-Analysen zur Unternehmenswertermittlung sowie
- Chancen- und Risikoanalysen.

Die Research-Reports dienen nicht zuletzt der Ermittlung einer *analytischen Verkaufspreisspanne* als Grundlage für die Bemessung des Emissionspreises (Analyse vergleichbarer börsennotierter Unternehmen, Discounted Cash Flow, je nach Fall zusätzliche Methoden).

Als eine notwendige Bedingung für einen erfolgreichen Börsengang gilt eine überzeugende und effizient kommunizierte *Equity Story*. Eine überzeugende Equity story zeichnet sich durch ein einzigartiges und nachhaltiges Geschäftsmodell,

³³ Das Listing der Deutsche Wohnen AG in Luxemburg wurde allerdings zum Jahresende 2006 wieder aufgegeben.

einen erfolgreichen „Track record“ der Gesellschaft und ihres Managements³⁴ und eine Corporate governance-Struktur ohne Fehlanreize und Kontrolldefizite aus. Als quantitative Erfolgsfaktoren sind unter anderem die erwartete Ausschüttungsrendite und die Kapitalstruktur von Bedeutung. Die Equity story nennt die Gründe für eine Anlageentscheidung zugunsten des Unternehmens, streicht seine Stärken in den Bereichen Management, Strategie, Produkte, Marktstellung und Finanzen heraus und zeigt zukünftige Wachstumspotentiale auf.³⁵

Die Geschäftsmodelle der börsennotierten Wohnungsunternehmen sind zunächst einmal dadurch gekennzeichnet, dass sie einer relativ homogenen Zielgruppe ein relativ homogenes und wenig innovatives Produkt anbieten. Dementsprechend ähneln sich natürlich auch die Werthebel und die Wertsteigerungsstrategien (z.B. Mieterhöhungen, Leerstandsabbau). Unterschiede zwischen den Gesellschaften gibt es vor allem bei den Portfolio- und Modernisierungsstrategien (bspw. Fokus auf Turnaround-Immobilien oder Metropolen, siehe Kapitel 5) sowie bei der Reorganisation der Geschäftsprozesse (Insourcing, Outsourcing, Business Process Reengineering). Der Fokus in den Equity Stories liegt zum Teil auch auf externen Wachstumsoptionen. So kann durch die Übernahme anderer Wohnungsunternehmen das vorhandene Bewirtschaftungsnetz besser ausgelastet oder die räumliche Risikostreuung des Portfolios verbessert werden. Die Roadshow-Präsentationen sind sehr analytisch und gespickt mit Kennzahlen aus verschiedenen Unternehmensbereichen³⁶:

- Wohnungswirtschaftliche Kennzahlen: Nettokaltmiete pro m² und Monat, Verwaltungskosten pro Wohneinheit, Leerstand in Prozent, Instandhaltungs- und Modernisierungskosten je m² und Jahr
- Finanzwirtschaftliche Kennzahlen: Eigenkapitalquote, Verschuldungsgrad (LTV), zeitliches Fälligkeitsprofil der Verbindlichkeiten, durchschnittliche Zinskosten, Net Asset Value (NAV), Funds From Operations (FFO), Rentabilitätskennziffern, Interest Cover Ratio (ICR)

Diese eigene wohnimmobilienspezifische Kennzahlenwelt ist ein wesentlicher Unterschied, der die Börsengänge von Wohnungsunternehmen gegenüber solchen aus anderen Branchen kennzeichnet.

³⁴ Wohnungsunternehmen, die an die Börse streben, steigern mit Mieterhöhungen nicht nur ihre Erträge. Die Mietanpassungen sollen auch den Investoren zeigen, welches Potential in den Beständen steckt (Die Welt v. 9. September 2011 http://www.welt.de/print/die_welt/finanzen/article13594234/Fit-fuer-die-Boerse.html)

³⁵ Für weitere Einzelheiten siehe Gerbaulet 2013.

³⁶ Siehe dazu beispielhaft die Roadshow-Präsentation der Deutschen Annington SE, Frankfurt, 03.11.2014.

3.2.5 Pre-Marketing und Investor Education

In der Investor Education-Phase stellen die Research-Analysten der Konsortialbanken den IPO-Kandidaten in eigenständigen Roadshows institutionellen Investoren vor. Die Konsortialbanken schicken die Equity Story und die Unternehmensstudien an potentielle Großinvestoren. Es erfolgt eine direkte Ansprache der Investoren zur Equity Story und zur Bewertung (Preisvorstellungen der Investoren), wobei aber noch keine Zeichnungsaufträge angenommen werden. Außerdem setzt nun die Vermarktung der Aktie durch Analysten und die Vertriebsmannschaften mit Hilfe geeigneter Werbemaßnahmen ein.

Das Verhältnis zwischen den Banken, die die Emission platzieren sollen und den in Frage kommenden Investoren ist von Spezialisierung und Wettbewerb geprägt. Die Banken sind auf unterschiedliche Investoren und Investorengruppen spezialisiert und sie ergänzen sich insoweit (z.B. hat die Commerzbank Privatkunden und Mittelstand im Fokus, während die Berenberg Bank aus dem Private Wealth-Bereich kommt). Die Top 50 unter den Investoren „bearbeitet“ allerdings jede Bank. Hier herrscht scharfer Wettbewerb: Die Orders werden an die Bank gegeben, die den überzeugendsten Research Report vorgelegt hat. Für den Erfolg eines Börsenganges kommt es darauf an, diese Top 50 unter den Investoren von der Emission zu begeistern.

Als Ergebnis dieser Bemühungen wird die Equity Story in der Zielgruppe verbreitet und es werden Informationen über die Investmentstrategien der Anleger und ihre Einstellung zur Branche sowie über die Stärken und Schwächen des Emittenten aus Sicht der Investoren gesammelt.

3.2.6 Marketing, Bookbuilding und Zuteilung

Im Rahmen der IPO-Kommunikation werden Finanzjournalisten dafür gewonnen, in einem empfehlenden Sinne über das Unternehmen, seine Pläne und Marktchancen zu berichten (positive Medienpräsenz). Dazu benötigen Sie entsprechend strukturierte Fakten, die ihnen als Pressemappe und über die Investor Relations-Webseite des Unternehmens zur Verfügung gestellt werden. Im unmittelbaren Vorfeld des Börsengangs soll die Aufmerksamkeit der potentiellen Investoren durch Roadshows und weitere Werbemaßnahmen (Finanzanzeigen in überregionalen Zeitungen, Pressemitteilungen, Pressegespräche, Streuung der Unternehmensstudien, Pressekonferenzen, Analystenmeetings) erweckt werden.

Die Marketing- / Bookbuilding-Phase dauert etwa zwei Wochen. Sie beginnt mit der IPO-Pressekonferenz. Danach finden die Roadshows des Managements statt. Mit wichtigen Investoren führt das Management Einzelgespräche („One-on-ones“). Am Ende der Bookbuilding-Phase wird die endgültige Preisspanne verkündet.

Mit dem Accelerated Bookbuilding steht eine beschleunigte Variante zur Verfügung: Dabei werden Investor Education- und Bookbuilding-Phase zusammengezogen und insgesamt verkürzt (nur 2-3 Tage Dauer). Es werden nur institutionelle Investoren an der Platzierung beteiligt. Das beschleunigte Verfahren wurde zwei Mal angewendet und zwar für die jeweils zweiten Versuche von Ado und Deutscher Annington. In beiden Fällen war dies eine Folge von Zuspitzungen der griechischen Staatsschuldenkrise. Die Aktien der beiden Unternehmen wurden im Rahmen des Accelerated Bookbuilding nicht zur öffentlichen Zeichnung angeboten.

Die Preisbildung ist ein wichtiger Aspekt der Aktienemission, weil ein zu hoher Preis die Anleger abschreckt und ein zu niedriger Preis dem Emittenten- bzw. Gesellschaftsinteresse entgegensteht (Tolkmitt 2007, S. 248).

Beim *Festpreisverfahren* wird der Aktienpreis vor Zeichnungsbeginn einseitig vom Konsortium in Absprache mit dem Emittenten festgelegt. Eine Mengen- oder Preisanpassung ist danach nicht mehr möglich. Die Pre-Marketing-Phase entfällt. Beim *Bookbuildingverfahren* werden die Anleger dagegen in die Preisfindung einbezogen, indem sie aufgefordert werden, während der Zeichnungsfrist innerhalb einer vorher festgelegten Preisspanne („Bookbuilding-Spanne“) ihre verbindlichen Zeichnungsgebote abzugeben.³⁷ Die in der Pre-Marketing-Phase ermittelten Preisvorstellungen werden bei der Spannenfestlegung berücksichtigt.

In Deutschland dominiert seit einigen Jahren eindeutig das Bookbuildingverfahren. Dieses Verfahren wurde bei den Börsengängen von Gagfah, GSW, Deutscher Annington und LEG angewendet. Bei der Deutschen Wohnen AG handelte es sich um eine Privatplatzierung und die Buwog AG hat keine Aktien platziert.

Während beim Festpreisverfahren die frühzeitige und starre Festlegung des Emissionspreises die Wahrscheinlichkeit von nicht marktlagegerechten Emissionspreisen erhöht, ist das Bookbuilding-Verfahren flexibler und marktorientierter. Es erlaubt eine Maximierung des Emissionserlöses bei gleichzeitiger Reduzierung des Platzierungsrisikos. Die Preisfestlegung und Aktienzuteilung erfolgen auf der Grundlage der Analyse des Order-Books.³⁸ Wegen der marktorientierten Preisbildung sind insbesondere Kurssprünge gegenüber dem Emissionspreis bei diesem Verfahren weniger wahrscheinlich. Das Bookbuilding-Verfahren führt tendenziell zu einer Räumung des Emissionsmarktes, was beim Festpreisverfahren gerade nicht gewährleistet ist.

Am Ende der Order-Taking-Phase (maximal 10 Tage) kann aufgrund der Transparenz der vorliegenden Zeichnungswünsche ein marktorientierter Platzierungspreis festgelegt werden (gegebenenfalls erfolgt in Abhängigkeit von der Nachfrageentwicklung noch eine Spannenadjustierung). Auch das Emissionsvolumen wird dann endgültig festgelegt. Außerdem wird zu diesem Zeitpunkt die Zuteilung (Repartierung) auf die einzelnen Investorengruppen zwischen Emittent und Konsortialführung abgestimmt.³⁹

Als *Zuteilung* bezeichnet man die letztendliche Annahme und Erfüllung der Kaufangebote der Anleger. Wenn zum Emissionspreis ein Nachfrageüberhang besteht (Überzeichnung), müssen die Konsortialbanken zu Zuteilungsquoten greifen. Dabei treten nicht selten Ungleichbehandlungen auf (feste Quoten für die einzelnen Konsortialbanken oder für private und institutionelle Investoren, „Friends- and Family“-Programme für Mitarbeiter oder Geschäftspartner des Emittenten, Bevorzugung von Kapitalanlagegesellschaften, die mit den Konsortialbanken verbunden sind oder von Langfristanlegern).⁴⁰ Privatanleger werden in der Regel im Rahmen einer pauschalen Zuteilungsquote berücksichtigt. In den Emissionsbedingungen kann auch festgelegt sein, dass frühe oder großvolumige Gebote Vergünstigungen (z.B. höhere Zuteilungsquoten) erhalten, um einen Anreiz zu setzen, das Interesse während der Bookbuilding-Phase früh zu äußern und damit andere Kaufinteressenten zur Zeichnung anzuregen. Meistens wird eine gewisse Überzeichnung der Emission angestrebt. Das

³⁷ Beim sogenannten „Decoupled Bookbuilding“ (entkoppelte Preisfindung) wird die Bookbuilding-Spanne erst in den letzten Tagen der Roadshow verkündet.

³⁸ Im Rahmen des Bookbuildings erfasst der Konsortialführer (Book Runner) sämtliche Zeichnungen in einem elektronischen Orderbuch (Investorenname, Preis, Anzahl der Aktien, Zeitpunkt der Order sowie Angaben über den Investor).

³⁹ Springer Gabler Verlag (Herausgeber), Gabler Wirtschaftslexikon, Stichwort: Bookbuilding, online im Internet: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/2697/bookbuilding-v10.html>

⁴⁰ Rudolph 2006, S. 297 u. 302.

führt zwar zu einem Nachfrageüberschuss und damit zu einer Zuteilungsnotwendigkeit, sichert aber eine gewisse Nachfrage nach der Erstnotierung (Rudolph 2006, S. 301).

Der Börsengang der Gagfah S.A. war von einem erheblichen Nachfrageüberschuss gekennzeichnet. Die Gagfah-Emission war zwölfmal überzeichnet und es ergab sich ein Zeichnungsgewinn von fast 20 Prozent. Damit war der größte Teil der geäußerten Nachfrage mittels Zuteilung zu reprimieren. Beim Gagfah-Börsengang hatten bestimmte Mitarbeiter und Geschäftspartner der abgebenden Aktionäre und der mit ihnen verbundenen Unternehmen ein Recht auf bevorzugte Zuteilung. Nur 1,8 Prozent der insgesamt 45 Millionen Aktien wurden Privatanlegern zugeteilt und lediglich 15 Prozent der Aktien wurden in Deutschland platziert. Der größte Teil der Aktien ging an britische und amerikanische Investoren.⁴¹

Die GSW hat bei ihrem Börsengang für ihre Mitarbeiter in der Größenordnung von einem Monatsgehalt Angebotspreis und die Zeichnungskosten für eine entsprechende Anzahl gezeichneter Aktien übernommen.⁴²

Bei den Börsengängen der Deutschen Annington Immobilien SE und der LEG Immobilien AG erfolgte ausweislich der gegenüber der Frankfurter Börse gemachten Unternehmensangaben bei Börsengang weder eine bevorzugte noch eine Friends & family-Zuteilung.

Nach den Erfahrungen aus dem letzten Emissionszyklus kann man die Investoren im Hinblick auf ihre Zeichnungsbereitschaft bei Neuemissionen in drei Gruppen einteilen:

1. „Spezialisten“: Es gibt 20-30 institutionelle Investoren mit hoher Immobilienkompetenz, die eine hohe Zeichnungsbereitschaft haben und regelmäßig Neuemissionen von Wohnungsaktien zeichnen.
2. „Generalisten“: Zuletzt waren bei den Platzierungen immer mehr Generalisten vertreten. Für die Generalisten ist neben der Planbarkeit der Dividendenzahlungen die Liquidität ihres Investments sehr wichtig. Sie bevorzugen große Unternehmen mit einer hohen Marktkapitalisierung. Um die Zeichnungsbereitschaft der Generalisten zu wecken, braucht es eine Vorgeschichte mit erfolgreichen Emissionen vergleichbarer Unternehmen aus derselben Branche. Die Generalisten treten daher erst nach den Spezialisten in einer späteren Phase am Primärmarkt auf.
3. „Retail-Investoren“: Privatanleger spielen anders als zu Zeiten des Neuen Marktes bei der Zeichnung von Wohnungsaktien keine Rolle. Offenbar haben sie kein Interesse daran. Die wenigen Retail-Aktionäre weisen meistens lange Haltezeiten auf.

Die Mitteleinwerbung für wohnwirtschaftliche Aktienemissionen ist bislang also eindeutig institutionell geprägt. Das könnte mit der traditionellen Fondskultur in Deutschland zusammenhängen. Wohnungsaktien sind für Privatanleger als Investmentvehikel immer noch ungewohnt.

⁴¹ Ralf Rockenmaier: Siegreiche Verlierer, in: Euro am Sonntag, Ausgabe 43/2006 v. 22.10.2006.

⁴² Börse Frankfurt: Unternehmensangaben bei Börsengang.

Ein wichtiges Instrument der Marktunterstützung ist der sogenannte *Greenshoe* (Mehrzuteilungsoption). Mit dem *Greenshoe* wird die Wahrscheinlichkeit größerer Differenzen zwischen dem Emissionspreis und den ersten Notierungen der Aktie weiter gemindert. Es handelt sich dabei um einen Marktausgleichmechanismus zur Kursstabilisierung.

Beim *Greenshoe*-Verfahren teilt der Book Runner 10 bis 20 Prozent mehr Aktien zu als eigentlich zur Verfügung stehen. Für die Anschaffung dieser Aktien gibt es zwei Möglichkeiten: Mit den zusätzlichen Aktien kann sich der Book Runner entweder bei den Altaktionären zum Emissionspreis (Mehrzuteilung) oder aber am Aktienmarkt eindecken. Die Nutzung dieser beiden Möglichkeiten richtet sich nach der Nachfrageentwicklung. Bei einer schwachen Kursentwicklung kauft der Book Runner die Aktien am Aktienmarkt (mit der Folge, dass der Kurs stabilisiert wird). Bei großer Nachfrage nach der Aktie werden die zusätzlichen Aktien dagegen marktschonend von den Altaktionären bezogen (mit der Folge, dass der Kurs nicht weiter nach oben getrieben wird).

Die Laufzeiten der *Greenshoe*-Option bewegen sich in der Regel zwischen 30 und 45 Tagen nach Ende der Zeichnungsfrist. Bei erheblich überzeichneten Emissionen bietet sich dem Konsortialführer mit dem *Greenshoe* ein nicht zu unterschätzendes Potential für die Generierung von Veräußerungsgewinnen.

Bei den Börsengängen der GSW Immobilien AG, der Deutschen Annington SE und der LEG Immobilien AG waren Mehrzuteilungsoptionen im Umfang von 15 Prozent der zu platzierenden Aktien vereinbart, bei der Gagfah S.A. im Umfang von 5 Prozent. Bei Gagfah⁴³, GSW und Deutscher Annington sind die Mehrzuteilungsoptionen vollständig ausgeübt worden. Bei der LEG wurde die Option dagegen nicht gezogen.⁴⁴

Die *Greenshoe*-Optionen wurden also entweder vollständig oder gar nicht ausgeübt. Besonders die Emissionen der Deutschen Annington SE und der Gagfah S.A. sind auf eine sehr freundliche Aufnahme unter den Investoren gestoßen.

Mit der Erstnotierung wird die Aktie erstmals an der Börse gehandelt, und es wird zum ersten Mal ein Börsenkurs festgestellt, die sogenannte Erstnotiz.

3.2.7 Sekundärmarktpphase

Häufig übernimmt ein „Designated Sponsor“ unmittelbar nach dem Börsengang für einen bestimmten Zeitraum (z.B. einen Monat ab Erstnotiz) die Kurspflege der Aktie, um die Liquidität des Handels mit der Aktie zu garantieren. Oft handelt es sich dabei um den Konsortialführer.⁴⁵

Eine Aktienfinanzierung über die Börse erfordert vom emittierenden Unternehmen auch nach der Emission eine umfassende Publizität (Being Public), um einen transparenten Handel der Unternehmensaktien zu gewährleisten. Die Pflege des Verhältnisses zu den aktuellen und potentiellen Aktionären bezeichnet man als „Investor Relations“. Das Interesse an der

⁴³ Die Konsortialbanken haben ihre Option, bis zu 2.137.500 Aktien der Gesellschaft aus dem Besitz der Altaktionäre zum Platzierungspreis in Höhe von 19 Euro pro Aktie zu erwerben, in vollem Umfang ausgeübt. Der Streubesitz der Gesellschaft erhöhte sich dadurch um 2.137.500 Aktien auf 44.887.500 Aktien bzw. 19,95 Prozent aller Gagfah-Aktien (Ad-hoc-Meldung nach § 15 WpHG übermittelt durch die DGAP vom 19.10.2006).

⁴⁴ Der Finanzinvestor Goldman Sachs Capital Partners hat die 175 Millionen Euro schwere Mehrzuteilungsoption bei LEG Immobilien nicht gezogen, nachdem sich der Kurs der LEG-Aktie in den vier Wochen nach der Erstnotiz gegen den Börsentrend leicht nach unten entwickelt hatte.

⁴⁵ Deutsche Börse AG 2006, S. 162 f.

Aktie bei Analysten und Investoren muss erhalten bzw. erweckt werden. Das erfordert einen kontinuierlichen Informationsfluss. Eine positive Medienpräsenz auch nach der Platzierung kann einen spürbaren Performancebeitrag im Hinblick auf die Kursentwicklung leisten. Beide Faktoren sind auch für den Erfolg zukünftiger Kapitalmaßnahmen von Bedeutung.

3.2.8 Zusammenfassende Betrachtung der Börsengänge von Wohnungsunternehmen

Im Hinblick auf die Motive⁴⁶ für die Börsengänge von Wohnungsunternehmen spielt der *Exit der Altgesellschafter* die wichtigste Rolle. Allerdings wurde überwiegend nur ein Teil der Aktien aus dem Bestand der Altgesellschafter platziert. Ein weitgehender Verzicht auf Einflussmöglichkeiten durch die Platzierung von Aktienmehrheiten bereits beim Börsengang war die Ausnahme. Weitere Aktien wurden je nach Nachfrageentwicklung im Rahmen von Mehrzuteilungsoptionen platziert oder sie wurden später in kleineren Tranchen freihändig von den Altgesellschaftern verkauft. Der Börsengang hatte in diesen Fällen eher die Funktion eines „Einstiegs in den Ausstieg“. In der Regel haben die Altgesellschafter aber einen vollständigen Ausstieg angestrebt und diesen überwiegend auch bereits vollzogen. Die Zeiträume zwischen den Börsengängen und dem vollständigen Exit variierten allerdings ganz erheblich. Die Engagements der Altgesellschafter waren überwiegend zeitlich befristet und vermutlich war der Exit in den meisten Fällen schon bei Übernahme der Zielunternehmen fest eingeplant.

Das Motiv der *Zuführung von Eigenkapital* für die Wohnungsunternehmen selbst durch den Börsengang stand dagegen weniger im Vordergrund. Allerdings unterscheiden sich die Börsengänge in dieser Hinsicht auch ganz erheblich. So sind bei den Börsengängen von Gagfah S.A. und LEG Immobilien AG nur Aktien aus dem Besitz der Altaktionäre platziert worden. Beide Gesellschaften haben jedoch später noch Kapitalerhöhungen durchgeführt, so dass man den Kapitalmarktzugang zumindest auf lange Sicht auch als ein sehr wesentliches Motiv für die Börsengänge im Wohnungssektor bezeichnen kann. Dies gilt auch im Hinblick auf die Möglichkeit von Anleiheemissionen, die durch den Börsengang wesentlich erleichtert werden und von der die untersuchten Unternehmen reichlich Gebrauch gemacht haben.

Die Motive des Exits und des Kapitalmarktzugangs konfliktieren nicht miteinander, sondern sie verhalten sich tendenziell harmonisch zueinander: Die Aussicht auf die Möglichkeit zukünftiger Kapitalmaßnahmen steigert die Bereitschaft, die Aktien bei einem Börsengang zu zeichnen, denn Kapitalzuführungen eröffnen Wachstumspotentiale.

Die *Platzierungen* der Aktien der börsennotierten Wohnungsunternehmen erfolgten bis auf eine Ausnahme (Privatplatzierung der Deutsche Wohnen AG) im Wege der Ausschreibung zur öffentlichen Zeichnung. Die Preisfindung erfolgte in diesen Fällen im Bookbuilding-Verfahren und zum Teil waren Mehrzuteilungsoptionen (Greenshoe) vereinbart. Die Börsengänge waren von langer Hand zusammen mit führenden Investmentbanken und Beratern vorbereitet worden. Die Professionalität der Börsengänge zeigt sich auch daran, dass die Notierungen überwiegend im anspruchsvollen Prime Standard erfolgten.⁴⁷

⁴⁶ Allgemein zu den Motiven von Börsengängen Haubrok 2006, S. 23 ff.

⁴⁷ Siehe dazu die Abschnitte 3.2.3 und 3.3.1

Trotzdem sind die Börsengänge der GSW und der Deutschen Annington nicht glatt verlaufen. Beim ersten Versuch der GSW dürfte dies neben dem noch nicht gelösten Refinanzierungsproblem nicht zuletzt auch auf die überraschende Verschlechterung des Kapitalmarktumfeldes zurückzuführen gewesen sein. Bei der Deutschen Annington haben auch die ambitionierten Preisvorstellungen der Altgesellschafter eine Rolle gespielt. Die beiden Fehlversuche zeigen, dass bei einem Börsengang immer ein Element der Unsicherheit bleibt. Auch eine professionelle Ansprache der Investoren im Vorfeld schützt nicht vor kurzfristigen Stimmungsschwankungen an den Kapitalmärkten.

Weiterhin sind die Börsengänge im Wohnungssektor durch eine große Vielfalt der Rechtsformen und juristischen Unternehmenssitze gekennzeichnet. Diese Strukturentscheidungen waren zum Teil das Ergebnis rationaler Optimierungskalküle (Besteuerung, Mitbestimmung, Ausschüttungsmöglichkeiten, etc.).

Die kommunizierten *Equity Stories* machen überwiegend einen sehr analytischen Eindruck, d.h. es stehen Kennzahlen, quantitative Analysen und numerische Ziele im Vordergrund. Das reflektiert zum einen die mit den Börsengängen in erster Linie angesprochenen Zielgruppen (institutionelle Anleger) und zum anderen die branchenspezifische Homogenität von Produkten, Werthebeln und Nachfragern.

Für Wohnungsaktien interessieren sich bestimmte Investorengruppen wie Lebensversicherungen, Pensionsfonds, Staatsfonds, Stiftungen und Investmentfonds mehr als andere. Es handelt sich hierbei um Investorengruppen mit einem vergleichsweise langfristigen Anlagehorizont. Bei der *Zuteilung der Aktien* sind deutsche Privatanleger in einem relativ geringen Umfang zum Zuge gekommen. Entsprechend dem internationalen Hintergrund vieler Altgesellschafter und begleitender Investmentbanken sind die Emissionen schwerpunktmäßig bei institutionellen Anlegern und ausländischen Adressen platziert worden.

3.3 Der Handel mit Wohnungsaktien

Der Börsengang eines Wohnungsunternehmens stellt stets einen Meilenstein in der Unternehmensentwicklung dar. Die teilweise Liquidisierung der Anteile der Altgesellschafter bei einem Börsengang ist für die weitere Unternehmensentwicklung bedeutsam, weil damit in der Regel ein fundamentaler *Kontrollwechselprozess* eingeleitet wird. Im Rahmen dieses Prozesses erlangen die Unternehmensorgane oft größere Spielräume, um eigene Ziele zu verfolgen (siehe hierzu auch Kapitel 4). Der Zuwachs an unternehmerischer Freiheit hängt aber von der weiteren Entwicklung der Kontrollverhältnisse ab. Der Kontrollwechselprozess kann schließlich auch wieder in ein Beherrschungsverhältnis münden.

Aber auch eine Publikumsaktiengesellschaft bewegt sich gegenüber den Verhältnissen vor dem Börsengang in einem Umfeld mit deutlich höheren Transparenzanforderungen, die gesetzlich, durch Anforderungen für die Börsenzulassung oder auch durch ungeschriebene Regeln und Usancen erzwungen sein können. Mit dem Börsengang wird das Unternehmen „öffentlich“ im Sinne von öffentlich sichtbar. Die Zahl der Aktionäre steigt deutlich an und die Aktionäre als Stakeholdergruppe wechseln ihren Charakter. Es handelt sich nun nicht mehr um einen einzelnen Aktionär oder eine homogene Gruppe von Aktionären, die das Unternehmen mit einem einheitlichen Willen beherrschen, sondern um eine große und heterogene Gruppe und zwar auch im Hinblick auf Faktoren wie den Anlagehorizont, die Risikotragfähigkeit und die Investmentstrategie (Abschnitt 4.1).

Gegenüber dieser schwer auszurechnenden und in ihrer Zusammensetzung dynamischen Gruppe von Anteilseignern befinden sich die Unternehmensorgane nach dem Börsengang in einem permanenten Erklärungs- und Rechtfertigungszwang: Sie schulden den Aktionären Rechenschaft. Der unternehmerische Zielbildungsprozess wird multipolarer und komplexer. Der wichtigste Einflusshebel der Aktionäre ist ihr Verhalten am Aktienmarkt, also ihre von Zukunftserwartungen geprägten Transaktionen auf der Käufer- oder Verkäuferseite, mit denen sie über die Entwicklung des Aktienkurses entscheiden.

Außerdem wird mit einem Börsengang eines Wohnungsunternehmens beinahe zwangsläufig ein *Wachstums- und Expansionskurs* eingeschlagen. Der Grund dafür liegt in der Verbindung der Interessen von Altgesellschaftern und neuen Aktionären. Die Altaktionäre wollen natürlich beim Börsengang (und auch bei späteren Aktienverkäufen) einen möglichst hohen Preis für ihre Anteile erzielen. Die Höhe des Emissionspreises hängt ihrerseits von den Wertsteigerungsperspektiven des Unternehmens ab. Der Kern jeder Equity story besteht darin, möglichst klar zu entwickeln, wie der Börsengang das zukünftige Gewinnwachstum positiv beeinflusst.

Der Börsengang selbst kann schon zu einer Stärkung der Eigenkapitalbasis führen, wenn er mit einer Kapitalerhöhung verbunden ist. Darüber hinaus eröffnet er den Zugang zu Eigen- und Fremdfinanzierungsinstrumenten (weitere Kapitalerhöhungen, Anleiheemissionen, etc.), die vorher entweder gar nicht oder nur eingeschränkt verfügbar waren. In der Equity story muss eine Verbindung zwischen den verbesserten Finanzierungsmöglichkeiten und der wertsteigernden Verwendung der zusätzlichen Mittel hergestellt werden. Wertsteigerung bedeutet hier ganz konkret, den NAV pro Aktie bzw. den Aktienkurs zu steigern oder die Dividendenrendite zu verbessern.

Mit dem Börsengang wird auch die Voraussetzung für den laufenden Handel mit den Aktien der Wohnungsunternehmen am Sekundärmarkt geschaffen. Wegen des permanenten Handels mit seinen Anteilen agiert das Unternehmen unter den Bedingungen einer *umfassenden Werttransparenz*: Die Meinungen und Einschätzungen des Anlegerpublikums bilden sich jederzeit im Aktienkurs ab.

Der Aktienkurs richtet sich nach Angebot und Nachfrage und wenn die Stimmung der Anleger gegenüber dem Unternehmen sich verschlechtert, fällt der Kurs. Die Unternehmensorgane und darunter besonders der Vorstand und das Management haben aber ein Interesse an einer stetigen und möglichst ansteigenden Aktienkursentwicklung. Dabei kommt es nicht so sehr auf die absolute Kursentwicklung, sondern eher auf die *relative Kursentwicklung* im Verhältnis zu Referenzindizes oder konkurrierenden Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften an. Vordergründig betrachtet schlägt sich die Aktienkursentwicklung zwar nicht direkt in der Bilanz nieder. Eine negative Wertentwicklung bringt aber die Unternehmensorgane unter erhöhten Erklärungs- und Rechtfertigungsdruck, gefährdet ggf. ihre erfolgsabhängigen Vergütungsbestandteile und bedroht letzten Endes auch ihre Arbeitsplätze und ihre berufliche Reputation (Markt für Unternehmenskontrolle, Abschnitt 3.4.3). Nicht zuletzt gelten ein hoher Aktienkurs und besonders eine möglichst große positive Differenz des Aktienkurses über den NAV pro Aktie als Abwehrwaffen gegen unerwünschte Übernahmeversuche.

Davon abgesehen wirkt sich die Aktienkursentwicklung über verschiedene Transmissionsmechanismen auf die Finanzierungsmöglichkeiten aus: Eine als absolut oder relativ negativ angesehene Kursentwicklung erschwert Kapitalerhöhungen (niedrigeres Platzierungsvolumen, niedrigerer Emissionspreis) oder macht sie sogar gänzlich unmöglich. Eine negative Kursentwicklung schlägt außerdem auf die Fremdfinanzierungsmöglichkeiten durch, weil

- zum einen Fremdfinanzierungsmaßnahmen wie Anleiheemissionen wichtige Bilanzrelationen negativ beeinflussen, wenn sie nicht von Kapitalmaßnahmen begleitet werden
- und zum anderen der Aktienkurs in seiner Rolle als Wertmesser im Zweifel die Bereitschaft von Investoren und Banken beeinflusst, dem Unternehmen Fremdkapital zur Verfügung zu stellen mit der Folge von verschlechterten Zugangsmöglichkeiten und Konditionen.

Die Marktergebnisse des laufenden Handels mit den Wohnungsaktien sind also von großer Bedeutung für den Kurs und die Finanzierungs- und Wachstumsmöglichkeiten eines börsennotierten Wohnungsunternehmens. Der nachfolgende Überblick über den Handel mit Wohnungsaktien behandelt die Marktergebnisse des Handels mit Wohnungsaktien (Börsenplätze und Indexzugehörigkeit, absolute und relative Kursentwicklung). Von besonderem Interesse sind hier auch die festgestellten wesentlichen Abweichungen der Aktienkurse von den fundamentalen Nettoinventarwerten (NAV: Net Asset Value).

3.3.1 Börsenplätze, Börsensegment und Indexzugehörigkeit

Der wichtigste deutsche Börsenplatz ist die Börse Frankfurt, die ihre Vormachtstellung mit der Einführung des Xetra-Handelssystems im Mai 2011 untermauerte. Über dieses System werden mittlerweile über 80 Prozent aller Aktientransaktionen abgewickelt. Die Dominanz des Xetra-Systems gilt auch für die meisten der hier untersuchten börsennotierten Wohnungsunternehmen.⁴⁸

Die einzelnen Börsensegmente unterscheiden sich hinsichtlich Rechtssicherheit und Transparenz für die Investoren. Grundsätzlich unterscheidet man den regulierten Markt und den Freiverkehr. An der Frankfurter Wertpapierbörse unterteilt

⁴⁸ Für 14 Unternehmen liegen Angaben zum Handelsvolumen vor. Bei 11 dieser Unternehmen lief der Handel im Jahr 2014 größtenteils über Xetra-Plattform und bei 6 dieser Gesellschaften war der Xetra-Anteil an den Aktienumsätzen sogar höher als 90 Prozent. Nur bei der GSW Immobilien AG und der Prelios S.p.A. war das Xetra-System nicht dominant. Hier kam die Frankfurter Börse auf Anteile von 95 bzw. 65 Prozent. Die französische FDL wird nur an der Pariser Börse geführt.

man den regulierten Markt in die Segmente General Standard und Prime Standard. In diesem Standard sind die untersuchten Unternehmen überwiegend notiert. Die einzige bedeutende Ausnahme bildet die Grand City Properties S.A., die lediglich im Entry Standard gelistet ist.⁴⁹ Unternehmen im Prime Standard können zusätzlich in die Auswahlindizes DAX, MDAX, TecDAX und SDAX aufgenommen werden, wenn sie weitergehende Kriterien erfüllen (z.B. Marktkapitalisierung, Handelsvolumen, siehe dazu Deutsche Börse AG 2014). Die Zugehörigkeit zu diesen Indizes wirkt sich spürbar auf die Liquidität des Handels und die Möglichkeiten der Außenfinanzierung aus.

Im MDAX, der die mittelgroßen Aktiengesellschaften erfasst, sind derzeit folgende Gesellschaften gelistet: LEG, TAG, Deutsche Wohnen. Früher waren dort auch Deutsche Annington, Gagfah S.A. und GSW gelistet. Während die Deutsche Annington nach der Fusion mit der Gagfah in den DAX aufgestiegen ist, sind die beiden anderen MDAX-Mitglieder von Konkurrenten übernommen worden. Im SDAX sind derzeit keine Wohnungsunternehmen mehr gelistet. Vier Unternehmen haben den SDAX entweder wegen Übernahme durch Konkurrenten oder wegen Aufstiegs in den MDAX verlassen. Im DAX, der die jeweils 30 größten und umsatzstärksten deutschen Aktien enthält, ist lediglich die Vonovia SE vertreten (siehe Anhang D).

Das Listing im MDAX ist für die Unternehmen von größter Bedeutung. Es bedeutet einen enormen Zuwachs an Aufmerksamkeit in der Finanzöffentlichkeit und es verbessert die Liquidität des Handels mit den Aktien der Unternehmen erheblich. Die Aktien haben von vornherein ein viel höheres Nachfragepotential, weil sich sowohl gemanagte Investmentfonds als auch ETF-Fonds⁵⁰ direkt auf den MDAX beziehen oder diesen nachbilden oder ihn als Benchmark nutzen. Auch institutionelle Großinvestoren legen Wert auf ein MDAX-Listing ihrer Aktienanlagen. Die Aufnahme in den MDAX verbessert in der Regel auch die Möglichkeiten der externen Kapitalbeschaffung im Wege von Kapitalerhöhungen oder Anleiheemissionen. Insoweit verstärkt die Notierung in diesem wichtigen Auswahlindex die Finanzierungseffekte, die sich bereits mit dem Börsengang einstellen.

Die genannten Vorteile eines MDAX-Listings gelten umso mehr für ein DAX-Listing. Im DAX enthaltene Aktien werden insbesondere auch von international agierenden institutionellen Investoren nachgefragt.

3.3.2 Kursentwicklung der Wohnungsaktien

Die Aktienkursentwicklung im börsennotierten Sektor seit 2007 kann man als U-förmig beschreiben. Alle Aktien von Wohnungsunternehmen, die schon vor dem Jahr 2008 an der Börse gehandelt wurden, mussten infolge der Finanzmarktkrise in den Jahren 2008 und 2009 deutliche Kurseinbrüche hinnehmen. Hiervon haben sich die Kurse in unterschiedlichem Ausmaß erholt: So hat die Deutsche Wohnen das Vorkrisenniveau überschritten und bei Adler wurde ein neuer Höchststand erreicht. Dagegen liegen die Kurse bei der TAG nur knapp über Vorkrisenniveau.

⁴⁹ Das Unternehmen hat dadurch unter anderem Erleichterungen im Hinblick auf die Vollständigkeit des Börsenzulassungsprospektes, den Streubesitzanteil, die Angabe der Festbesitzverhältnisse und die Offenlegung von Directors' Deals.

⁵⁰ (ETFs) Exchange Trades Funds sind Fonds mit einer geringen jährlichen Kostenbelastung und einem passiven, indexorientierten Fondsmanagement.

Seit dem Tiefpunkt der Kursentwicklung (02.02.2009) ist der MDAX um rund 50 Prozent gestiegen. Die TAG-Aktie konnte in derselben Größenordnung zulegen. Die Aktien der anderen Kernakteure haben diesen Vergleichsindex dagegen sehr deutlich hinter sich gelassen. Die mit Abstand stärkste Performance in diesem Zeitraum hat die Aktie von Adler Real Estate gezeigt.

Nimmt man den 11.07.2013 als Ausgangspunkt (zu diesem Zeitpunkt waren die meisten der untersuchten Wohnungsunternehmen börsennotiert), so hat die Kursentwicklung der meisten Wohnimmobilienaktien seitdem den um 50 Prozent gestiegenen MDAX sehr deutlich übertroffen (Adler +600, GCP + 250, Deutsche Wohnen +150, LEG +125, conwert +110, Vonovia + 100, TAG +50 Prozent).

Diese Entwicklung setzte erst im Verlauf des Jahres 2014 ein. Sie erfolgte parallel zu dem fortgesetzten Rückgang der Renditen für Bundesanleihen, in dessen Verlauf schließlich die Umlaufrendite der 10-jährigen Anleihen des Bundes negativ wurde. Umgekehrt haben die Wohnimmobilienaktien durchweg kräftige Wertverluste erlebt, als die Kapitalmarktzinsen im Mai 2015 für kurze Zeit heftig in die andere Richtung ausgeschlagen sind.

Die Kursentwicklung der Wohnungsaktien in den letzten zwei Jahren war also nicht unwesentlich von der Zinsseite geprägt: Die Kapitalmarktzinsen senken nicht nur die Fremdfinanzierungskosten der Wohnungsunternehmen, sondern sie haben auch einen wesentlichen Einfluss auf die Bewertung der Wohnungsbestände in den IFRS-Bilanzen (Wertsteigerungen bei sinkenden Zinsen wegen niedrigerer Diskontierungszinsen) und auf die im Wege des Ertragswertverfahrens geschätzten Unternehmenswerte. Wegen der hohen Kapitalintensität der Wohnungsunternehmen ist die Zinsabhängigkeit ihrer Aktienkurse deutlicher als in anderen Branchen. Ein weiterer Treiber der Kursentwicklung waren die an immer mehr regionalen Wohnungsmärkten festzustellenden Stabilisierungs- und Anspannungserscheinungen. Diese schlagen sich direkt in den Unternehmensbilanzen wieder, z.B. in Form von sinkenden Leerstandsquoten, höheren Wiedervermietungsmieten und steigenden Immobilienwerten.

3.3.3 Verhältnis der Aktienkurse zu den Immobilienwerten

Der NAV (Net Asset Value) ist in der einfachsten Fassung das bilanzielle Reinvermögen (Vermögen minus Schulden) pro Aktie. Die Wohnimmobilien (Investment properties) werden in der IFRS-Bilanz einzeln nach dem DCF-Verfahren (DCF: Discounted Cash Flow) typisiert bewertet und die Bewertung beeinflusst den NAV ganz direkt, denn das Vermögen der Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften besteht hauptsächlich aus Wohnimmobilien. An der Bewertung der Wohnimmobilien sind mehrere Parteien beteiligt, so dass eine wechselseitige Prüfung und Diskussion der gefundenen Wertansätze gute Voraussetzungen für eine Objektivierung der Wertansätze bietet. Das Bewertungsverfahren und die Bewertungsmethodik sollen am Beispiel der Vonovia SE dargestellt werden.

Bei der Vonovia ist der global tätige Immobiliendienstleister CBRE als externer Bewerter vorgeschaltet. Unabhängig davon werden aber auch eigene Bewertungen vorgenommen (Vier-Augen-Prinzip). Außerdem setzen sich die Wirtschaftsprüfer natürlich sehr gründlich und kritisch mit den vorgesehenen Bewertungsansätzen auseinander (Sechs Augen). Unter Umständen schaltet sich auch noch die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) als IAS 40-Prüfungsstelle mit Kritik ein (Acht Augen).

Bei der bilanziellen Bewertung mit Hilfe des DCF-Verfahrens wird kein einheitlicher Diskontierungszins für die Abzinsung der aus den Immobilien erwarteten Cash flows verwendet, sondern die Zinssätze werden für die einzelnen Bewertungscluster individuell festgelegt. Die Spannweite liegt je nach Bewertungscluster zwischen 4,5 und 8,1 Prozent (Mittelwert 5,8 Prozent). Im derzeitigen Zinsumfeld erscheint die Bewertung damit zinsseitig eher defensiv. Die Bewertungsschwankungen in der Zeit sind allerdings im Wesentlichen auf die schwankenden Diskontierungszinssätze und weniger auf die anderen Annahmen (z.B. Mietsteigerungen) zurückzuführen. Damit könnten bei steigenden Kapitalmarktzinsen Bewertungskorrekturen erforderlich werden. Die von der Vonovia selbst durchgeführten Sensitivitätsanalysen untermauern diesen Punkt (GB 2015, S. 183).

Aktienanalysten verwenden die erweiterten EPRA-Definitionen⁵¹ des NAV. Sie halten besonders den um den Goodwill (Abschnitt 3.4.1) bereinigten EPRA-NAV für aussagefähig. Vergleicht man Aktienkurse und NAVs im Zeitablauf, so stellt man fest, dass sich die Aktienkurse sich eben nicht in einer engen Spanne um den jeweiligen NAV bewegen. Es treten vielmehr immer wieder erhebliche Abweichungen in beide Richtungen auf. So wurde die Gagfah-Aktie im Februar 2009 mit zeitweise nur mit einem Siebtel ihres damaligen NAVs gehandelt. Aktuell werden die deutschen Wohnungsaktien dagegen überwiegend mit deutlichen Aufschlägen auf den NAV gehandelt. Als Gründe dafür kommen unter anderem zusätzliche, im NAV nicht erfasste (interne) Faktoren wie Wachstumspotentiale und die Qualität des Managements in Frage.⁵²

3.4 Die Konsolidierung des börsennotierten Wohnungssektors durch Übernahmen

Die anhand von Kennzahlen wie dem NAV gemessene Performance der einzelnen Unternehmen hat nicht nur Einfluss auf die relative Entwicklung der Aktienkurse, sondern auch auf die *Kontrollverhältnisse* im Sektor der börsennotierten Wohnungsunternehmen. Eine hohe Bewertung eines Wohnungsunternehmens am Aktienmarkt verschafft ihm Spielräume in der Außenfinanzierung, die für die Übernahme von konkurrierenden Unternehmen genutzt werden können. Dagegen kann eine niedrige Bewertung aus einem Unternehmen ein attraktives Übernahmeziel machen. Das lässt tendenziell instabile Kontrollverhältnisse erwarten.

⁵¹ EPRA: European Public Real Estate Association, ein Interessenverband börsennotierter Immobilienunternehmen und Namensgeber des EPRA-Index. Die EPRA normiert u.a. Kennzahlen zwecks besserer Vergleichbarkeit. Der EPRA-NAV bewertet laufende Bauprojekte nach Fair Value, also nicht erfolgsneutral. Außerdem bleiben die in der Bilanz ausgewiesenen latenten Steuern unberücksichtigt. Der Diluted EPRA NAV berücksichtigt zusätzlich noch Verwässerungseffekte infolge der Möglichkeit der Ausübung von Options-, Wandel- und anderen Eigenkapitalrechten. Der Triple NAV nach EPRA (NNNAV) bezieht schließlich noch die derivativen Finanzinstrumente mit ihren Marktwerten in die Berechnung mit ein (Leitner 2007, Rehkugler 2009, S. 400 f.).

⁵² Zajonz 2010 kommt in einem empirischen Modell zu dem Schluss, dass die Fehlbewertungen von europäischen Immobilienaktien und REITs erst durch die Berücksichtigung irrationaler Einflüsse vollständig erklärt werden können.

Der börsennotierte Wohnungssektor war tatsächlich von Beginn an von einer lebhaften wechselseitigen Übernahmetätigkeit gekennzeichnet. Die Zahl und das Volumen der Übernahmetransaktionen haben in der jüngeren Vergangenheit jedoch deutlich zugenommen. Die Übernahmen haben zu einem ausgeprägten *Konzentrationsprozess* innerhalb des Sektors geführt. Aus den einzelnen börsennotierten Unternehmen wurden immer größere Wohnungskonzerne (Konsolidierung des Sektors).

3.4.1 Bilanzielle Auswirkungen der Übernahme eines anderen börsennotierten Wohnungsunternehmens

Die Übernahme und anschließende bilanzielle Konsolidierung eines Konkurrenten wirkt sich in der Bilanz des Aufkäufers grundsätzlich bilanzverlängernd aus (Küting / Weber / Keßler 2003, S. 639 f.):

- Die Finanzierungsvorgänge verlängern die Bilanz: Das Eigenkapital oder die Schulden oder beides (Passivseite) nehmen im gleichen Umfang zu wie die liquiden Mittel auf der Aktivseite.
- Der Investitionsvorgang ist aber bei einem Share deal kein reiner Aktivtausch (Zunahme des Aktienbestandes, im gleichen Umfang Abnahme der liquiden Mittel), denn es werden nicht nur Wohnungen gekauft, sondern auch die Schulden und das Eigenkapital des Zielunternehmens übernommen und konsolidiert.
- Die Konzernbilanz ergibt sich nicht bereits aus der bloßen Addition der Einzelabschlusswerte sämtlicher Vermögensgegenstände und Schulden beider Unternehmen, sondern die Auswirkungen innerkonzernlicher Beziehungen müssen durch die Konsolidierung eliminiert werden.
- Der Wert der Anteile (Aktien) wird mit dem neu bewerteten Eigenkapital der Zielgesellschaft verrechnet (Neubewertungsmethode). Für sich genommen wirkt das bilanzverkürzend. Wenn das Mutterunternehmen mehr als das bilanzielle Eigenkapital des Zielunternehmens für die Aktien gezahlt hat, entsteht eine aktivische Aufrechnungsdifferenz. Die Residualgröße zwischen der Marktbewertung der Anteile bzw. dem gezahlten Kaufpreis und dem erworbenen Nettovermögen fließt dann als *Goodwill* (Geschäfts- oder Firmenwert) in die Konzernbilanz ein.

Der Goodwill steht symbolisch für zukünftige Beiträge bestimmter Werttreiber zum Unternehmenserfolg, die nicht selbständig bilanzierungsfähig sind. Er hat also den Charakter eines Barwertes zukünftiger Ertragserwartungen. Es ist nicht unproblematisch, dass der gezahlte Kaufpreis die Höhe des Goodwills bestimmt, denn die potentiellen Synergien könnten vom Aufkäufer überschätzt worden sein.

Bei den bedeutenden Übernahmen, die sich in den letzten Jahren im Wohnimmobiliensektor zugetragen haben, spielte der Goodwill eine große Rolle (Breuer 2014). Zu nennen sind hier insbesondere die Übernahme der GSW Immobilien AG durch die Deutsche Wohnen AG sowie verschiedene Übernahmen mit der Deutschen Annington Immobilien SE auf der Käuferseite.

Zukünftige Belastungen aus Firmenwertabschreibungen könnten besonders börsennotierte Wohnungsunternehmen betreffen, die in jüngster Zeit andere Unternehmen mit einem hohem Aufschlag auf den Börsenkurs oder das bilanzielle Eigenkapital übernommen haben und deshalb aktuell einen hohen Goodwill bilanzieren. Im zweiten Quartal 2015 war in der Konzernbilanz der Deutschen Annington Immobilien SE unter den langfristigen Vermögensgegenständen ein Goodwill in Höhe von fast 2,3 Milliarden Euro ausgewiesen, der größtenteils der Übernahme der Gagfah S.A. zuzuschreiben ist. Die

Deutsche Wohnen AG bilanzierte zum 31.12.2014 einen Goodwill von 535,1 Mio. EUR aus der Übernahme der GSW Immobilien AG. Eine regelmäßige Abschreibung oder Berichtigung mittels Impairment-Test erfolgte nicht.

Nach deutschem Recht besteht für den derivativen Firmenwert handels- und steuerrechtlich eine Pflicht zur Aktivierung und planmäßigen Abschreibung (über 15 Jahre). Es wird also unterstellt, dass die gezahlte Übernahmepremie keinen ewigen Nutzen erbringt. Auch nach US-GAAP und IFRS (IAS 36) ist der derivative Goodwill in der Handelsbilanz zwingend zu aktivieren. Allerdings ist er nach diesen Vorschriften *nicht planmäßig abzuschreiben* (Impairment only-Ansatz), da es sich um einen Vermögenswert ohne abzuschätzende Lebensdauer handelt. Mit Hilfe des Impairment-Tests wird die Werthaltigkeit der gezahlten Prämie jährlich geprüft. In den Test fließen neben unternehmensspezifischen Faktoren wie der Schätzung zukünftiger Mittelzuflüsse oder Zinsannahmen auch externe Indikatoren wie z.B. die Konjunktur und die Börsenentwicklung ein. Im Ergebnis kann es zu einer einmaligen Abschreibung auf den Goodwill kommen.

3.4.2 Überblick über die Transaktionen bzw. Übernahmeversuche

Innerhalb des börsennotierten Wohnungssektors hat es in den letzten sechs Jahren 8 Übernahmetransaktionen gegeben, die auf eine vollständige Kontrolle und Beherrschung des Übernahmeziels abzielten (Tabelle 5).

Tabelle 5: Zeitliche Abfolge der Übernahmetransaktionen im börsennotierten Wohnungssektor

Jahr	Transaktion
2010	Übernahme der Colonia Real Estate AG durch die TAG Immobilien AG
2012	Übernahme der KWG Kommunale Wohnen AG durch die conwert Immobilien Invest SE
2013	Übernahme der GSW Immobilien AG durch die Deutsche Wohnen AG
2014	Übernahme der Gagfah S.A. durch Deutsche Annington Immobilien SE (2015 umbenannt in Vonovia SE)
02/2015	Versuchte Übernahme der conwert Immobilien Invest SE durch die Deutsche Wohnen AG (gescheitert)
02/2015	Übernahme der Westgrund AG durch die Adler Real Estate AG
09/2015	Versuchte Übernahme der LEG Immobilien AG durch die Deutsche Wohnen AG (gescheitert)
10/2015	Versuchte Übernahme der Deutsche Wohnen AG durch die Vonovia SE für (02/2016 gescheitert)

Tabelle 6 fasst einige wesentliche Charakteristika der Transaktionen zusammen. Von den 8 intrasektoralen Transaktionen waren mithin nur 5 erfolgreich. Allein die Deutsche Wohnen AG ist innerhalb eines Jahres mit zwei großen Übernahmeversuchen gescheitert und wurde schließlich selbst zum Übernahmekandidaten. Bei der Bezahlung lässt sich keine eindeutig bevorzugte Form ausmachen. Ein reiner Aktientausch wurde nur bei zwei Transaktionen versucht (jeweils mit der Deutsche Wohnen AG in der Käuferrolle). Ansonsten lässt sich ein leichtes Übergewicht der Bezahlung in Cash und Aktien feststellen.

Tabelle 6: Überblick über die Übernahmetransaktionen

Datum der Ankündigung	Übernahmeziel	Aufkäufer	Anzahl Wohnungen	Volumen	Bezahlung	Freundlich/feindlich	Erfolgreich?	Bemerkungen
15.11.2010	Colonia Real Estate AG	TAG Immobilien AG	19.000	814 Mio. Euro	Cash (Bar- und Sachkapitalerhöhungen aus dem genehmigten Kapital)	feindlich	Ja	Übernahme der Aktienpakete von Großinvestoren im Vorfeld. Zum 31. Januar 2011 wurde die CRE erstmalig in den TAG Immobilien Konzern eingegliedert.
21.12.2012	KWG Kommunale Wohnen AG	conwert Immobilien Invest SE	9.700	375 Mio. Euro	Cash und Aktien	freundlich	Ja	
20.08.2013	GSW Immobilien AG	Deutsche Wohnen AG	58.000	1,8 Mrd. Euro	nur Aktienumtausch	unklar	Ja	anfangs eher feindlich, jedoch große Übereinstimmungen in der Aktionärsstruktur
01.12.2014	Gagfah S.A.	Deutsche Annington SE	140.500	3,9 Mrd. Euro	Cash und Aktien (Kapitalerhöhung aus dem genehmigten Kapital)	freundlich	Ja	Vereinbarung zentraler Eckpunkte der zukünftigen Zusammenarbeit in einer Grundsatzvereinbarung der Gremien beider Unternehmen, dem Business Combination Agreement
15.02.2015	conwert Immobilien Invest SE	Deutsche Wohnen AG	30.000 Wohnungen (davon 25.000 in Deutschland)	1,2 Mrd. Euro	Cash (spätere Kapitalerhöhung zur Ablösung der Bridge loan in Höhe von 900 Mio. Euro war vorgesehen)	feindlich	Nein	gescheitert wegen Nichterreichen der Mindestannahmeschwelle
16.02.2015	Westgrund AG	Adler Real Estate AG	18.000 Wohnungen	370 Mio. Euro	Cash und Aktien (aus ordentlicher Sachkapitalerhöhung ohne Bezugsrecht)	freundlich	Ja	vorab unwiderrufliche Verpflichtungserklärungen von Großaktionären (zusammen knapp über 50% des Grundkapitals der Westgrund)
20.09.2015	LEG Immobilien AG	Deutsche Wohnen AG	110.000	4,6 Mrd. Euro	nur Aktienumtausch	freundlich	Nein	gescheitert wegen eines parallelen feindlichen Übernahmeangebotes für den Aufkäufer unter der Bedingung, dass die Transaktion nicht zustande kommt
14.10.2015	Deutsche Wohnen AG	Vonovia SE	147.000	9 Mrd. Euro	Cash und Aktien	feindlich	Nein	gescheitert wegen Nichterreichen der Mindestannahmeschwelle

Während die Transaktionen der Jahre 2010-2012 im Volumen noch bescheiden waren, sind dann 2013 / 2014 mit den Übernahmen der GSW und der Gagfah neue Größenordnungen erreicht worden. Im Jahr 2015 fanden zunächst keine vergleichbaren Übernahmen statt.⁵³ Im Herbst 2015 wurde dann allerdings mit dem Übernahmeangebot der Deutsche Wohnen AG für die LEG Immobilien AG erstmals ein direkter Bieterwettbewerb eingeleitet: Die aus dem Zusammenschluss von Gagfah und Deutscher Annington hervorgegangene Vonovia SE hatte ihrerseits ein Übernahmeangebot für die Deutsche Wohnen abgegeben (also nicht für deren Übernahmeziel), das jedoch nur für den Fall galt, dass deren Aktionäre die geplante LEG-Übernahme ablehnen. Daraufhin zogen die Aktionärsberater ISS (Institutional Shareholder Services) und Glass Lewis ihre Unterstützung für eine Fusion von Deutsche Wohnen und LEG zurück und befürworteten stattdessen nunmehr die Übernahme der Deutsche Wohnen durch die Vonovia. Da die erforderliche Zustimmung von 75 Prozent der Aktionäre nun nicht mehr erreichbar schien, sagte die Deutsche Wohnen die außerordentliche Hauptversammlung ab und gab ihre Pläne für eine Fusion mit der LEG auf (M. M. Warburg & Co 2016, S. 69 f.).

Eine aktive Rolle im intrasektoralen Konzentrationsprozess haben neben der Vonovia und der Deutschen Wohnen auch TAG, Adler und conwert gespielt. Diese Gesellschaften nutzen ihren Kapitalmarktzugang, um Eigen- und Fremdkapital für die Übernahme anderer (besonders börsennotierter) Wohnungsunternehmen mit größeren Beständen in Deutschland zu mobilisieren. GCP und Buwog haben bislang weder andere börsennotierte Wohnungsunternehmen übernommen, noch sind sie selbst zu Übernahmeobjekten geworden. Während die GCP durch den Ankauf von Wohnungsportfolien außerhalb des börsennotierten Sektors zulegt, wächst die Buwog in Deutschland organisch durch Neubau. Die LEG stand bislang nur einmal als Ziel des gescheiterten Übernahmeversuchs der Deutschen Wohnen im Mittelpunkt des Übernahmegeschehens.

Die Kette von Unternehmensübernahmen hat zu einer erheblichen Konzentration der Kontrolle über die börsennotierten Wohnungsbestände geführt. Das größte Unternehmen kontrolliert mittlerweile fast die Hälfte aller Wohnungen (weniger als ¼ zur Jahresmitte 2013). Die beiden größten Anbieter kommen zusammen auf beinahe zwei Drittel des Wohnungsbestandes (2013: 42 Prozent). Die Konzentration hat sich in erster Linie unter den größten Unternehmen des Sektors abgespielt.

Tabelle 7: Kumulierte Verteilung des Wohnungsbestandes auf die börsennotierten Unternehmen zum 30.06.2015

Rangziffer	Unternehmen	Anzahl WE	Anteil WE	Anteil WE kumuliert
1	conwert	25.000	3,3%	3,1%
2	Buwog	26.500	3,4%	6,5%
3	Grand City	35.000	4,4%	10,9%
4	Adler	39.000	4,9%	15,8%
5	TAG	74.000	9,3%	25,1%
6	LEG	97.500	12,3%	37,4%
7	Deuwo	147.000	18,5%	55,9%
8	Vonovia	350.000	44,1%	100,0%

Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, eigene Darstellung

⁵³ Abgesehen von dem gescheiterten Versuch der Deutsche Wohnen AG, die conwert zu übernehmen, hat es nur eine kleinere Unternehmensübernahme gegeben (Übernahme der Westgrund AG durch die Adler Real Estate AG).

Es scheint, dass ein Konzentrationsprozess im Gange ist, der im Endeffekt dazu führen könnte, dass nur sehr wenige selbständige Entscheidungseinheiten (Akteure) übrigbleiben. Andererseits könnten in Zukunft noch neue börsennotierte Wohnungsunternehmen hinzukommen, z.B. als Folge von Privatisierungen oder Börsengängen. Außerdem könnten die bereits börsennotierten Wohnungsunternehmen durch Übernahmen außerhalb des börsennotierten Sektors wachsen. Und nicht zuletzt hat es den Anschein, als würden die Aktionäre der Übernahmeziele zunehmend skeptischer gegenüber den von der Käuferseite vorgetragenen Wertsteigerungsthesen.

3.4.3 Motivation der Übernahmetransaktionen

In der Praxis werden Akquisitionen meistens mit *Synergien* (im Sinne von zukünftigen Gelegenheiten für eine Wertschöpfung⁵⁴) gerechtfertigt, durch die ein Mehrwert für die Eigentümer des akquirierenden Unternehmens entstehen soll (sogenannter „2+2=5“-Effekt⁵⁵). Synergien können als Wachstumssynergien (Absatz und Cross-Selling, Eintritt in neue Märkte, wissensbezogene Vorteile, gestiegene Marktmacht⁵⁵), Finanzierungssynergien (Konditionenvorteile, Zugang zu Finanzierungsinstrumenten), Risikosynergien (Verbesserung der Risikostreuung) oder Kostensynergien (Rationalisierung doppelter Funktionen, Skaleneffekte) auftreten.

Die Synergiepotentiale müssen vom Management der kaufenden Firma zunächst erkannt, dann bewertet und schließlich in der Integrationsphase gezielt gehoben werden (Homburg 2010, S. 2 f.). Wegen der immanenten Bewertungsunsicherheit und den mit der Integration von übernommenen Unternehmen verbundenen operativen Risiken sind Akquisitionen immer ein Risiko für die Aufkäufer.

Der Markt, auf dem Unternehmen gehandelt werden, wird in der betriebswirtschaftlichen Theorie als „*Markt für Unternehmenskontrolle*“ bezeichnet (Jensen / Ruback 1983). Nach diesem Konzept stehen verschiedene „Management-Teams“ miteinander im Wettbewerb um die Kontrolle über die Ressourcen der Unternehmen eines Sektors. Der Wettbewerb zwingt sie dazu, die Interessen der Shareholder zu verfolgen, also die kontrollierten Unternehmen so wirtschaftlich wie möglich zu führen. Es wird angenommen, dass der Wettbewerb für eine effiziente Auslese unter den Unternehmen und Management-Teams sorgt.

In der Theorie sorgt der Markt für Unternehmenskontrolle dafür, dass potentielle Käufer die Zielunternehmen korrekt bewerten und immer dann Unternehmenskäufe stattfinden, wenn Synergiepotentiale existieren (Homburg 2010, S. 4). Damit leistet die permanente Auslese an einem effizienten Markt für Unternehmenskontrolle auch einen Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Effizienzsteigerung.

Grundsätzlich sollte der Markt für Unternehmenskontrolle bei börsennotierten Unternehmen wegen der erhöhten Transparenzerfordernisse und dem höheren Öffentlichkeitsgrad effizienter arbeiten als bei nicht börsennotierten. Börsennotierte Unternehmen sind ständig unter Beobachtung und Wirtschaftlichkeitsdefizite wirken sich sofort auf den Aktienkurs aus. Insbesondere vergleichen die Anleger die Wirtschaftlichkeit verschiedener börsennotierter Unternehmen desselben Sektors. Der Ausleseprozess führt dazu, dass unwirtschaftlich arbeitende Management-Teams schließlich die Kontrolle über

⁵⁴ Siehe dazu allgemein Wögginger 2003.

⁵⁵ Wögginger, S. 128.

die von ihnen geleiteten Unternehmen durch Ablösung oder im Rahmen einer Übernahme verlieren. Den betriebswirtschaftlichen Effizienzsteigerungen stehen allerdings mögliche Wohlfahrtsverluste aufgrund der gestiegenen Marktmacht der verbliebenen Unternehmen gegenüber.

Es fragt sich, inwieweit die Idee eines Marktes für Unternehmenskontrolle auf die börsennotierten Wohnungsunternehmen anwendbar ist. Als Beispiel für die Anwendbarkeit kommt der Versuch der Übernahme der conwert Immobilien Invest SE durch die Deutsche Wohnen AG in Frage. Die conwert-Aktie wurde deutlich unter dem NAV gehandelt. Der Grund dafür waren operative Defizite. So lag der Wohnungsleerstand unternehmensweit über 10 Prozent (in Deutschland knapp 9 Prozent) mit nur langsam fallender Tendenz. Außerdem gab es Probleme auf der Finanzierungsseite. Wegen der ständig sinkenden Zinsen hatten sich große Verluste aus den abgeschlossenen Interest rate swaps eingestellt. Davon abgesehen war die Passivseite von vielen klassischen Hypothekarkrediten und im Vergleich zur Konkurrenz von einem relativ hohen Durchschnittszins (über 4 Prozent) gekennzeichnet. Bei relativ kurzen Restlaufzeiten der Mittel waren die Refinanzierungsrisiken beachtlich. In den von der Deutsche Wohnen AG veröffentlichten Argumenten für die Vorteilhaftigkeit des Übernahmeversuches wurden diese Managementdefizite in den Vordergrund gestellt. Es handelte sich also um einen Übernahmeversuch, der ganz im Sinne des theoretischen Ansatzes mit Managementfehlern insbesondere auf der Finanzierungsseite beim Übernahmeziel begründet wurde. Den conwert-Aktionären wurden Finanzierungssynergien durch einen Kontrollwechsel in Aussicht gestellt. Zwar war dieser Übernahmeversuch nicht erfolgreich, entscheidend ist jedoch, dass es sich um einen mit Managementdefiziten begründeten Versuch der Kontrollübernahme handelte.

Um näheren Aufschluss über die tatsächlichen Übernahmemotive zu erhalten, wurden die offiziellen Mitteilungen der Käufer im Hinblick auf die darin enthaltenen Argumente für die jeweiligen Akquisitionen untersucht. Die Argumente lassen sich wie folgt gruppieren:

- Managementdefizite: Übernahmeziel undermanaged: zu hohe Verwaltungskosten, Rückstände gegenüber Vergleichsmiete, zu hoher Leerstand, suboptimale Investitionsstrategie, etc.
- Günstige Kaufgelegenheit aufgrund von Markteffizienzen
- Wachstumssynergien, z.B. aus der Erschließung von Geschäftsfeldern oder Kompetenzen durch Übernahmen oder aus Potential für Einzelprivatisierung
- Kostensynergien: zentrale wie z.B. niedrigere Beschaffungspreise oder dezentrale im Sinne von Kostenvorteilen aus der räumliche Konzentration des Wohnungsbestandes an bestimmten Standorten⁵⁶
- Risikosynergien: Verbesserung der räumlichen Risikostreuung durch gleichmäßigere Verteilung des gesamten Wohnungsbestandes im Raum
- Finanzierungssynergien: Konditionenvorteile, Zugang zu Finanzierungsinstrumenten

⁵⁶ Typischerweise sind die Bewirtschaftungskosten pro Wohneinheit nicht zuletzt aufgrund von Fahrzeiten stark abhängig von der lokalen Konzentration der Bestände.

Tabelle 8: Übernahmемotive

Jahr	Transaktion Übernahmeziel / Aufkäufer	Management- defizite	Günstige Kaufge- legen- heit	Allgemeine Wachstums- synergien	Erschließung von Geschäfts- feldern oder Kompetenzen	Potential für Einzel- privati- sierung	Zentrale Kosten- synergien	Dezent- rale Kosten- synergien	Verbes- serung der räumlichen Risiko- streuung	Finanzie- rungs- syner- gien
2010	Colonia Real Estate AG / TAG Immobilien AG			X			X			X
2012	KWG Kommu- nale Wohnen AG conwert Immobi- lien Invest SE		X	X	X		X	X	X	
2013	GSW Immobi- lien AG / Deutsche Woh- nen AG						X	X		
2014	Gagfah S.A. / Deutsche Annington Immobilien SE			X			X	X		X
2015	conwert Immobi- lien Invest SE / Deutsche Wohnen AG (Übernahme- versuch)	X						X	X	X
2015	Westgrund AG / Adler Real Estate AG					X	X	X		X

Quellen: Diverse Veröffentlichungen der Wohnungsunternehmen, in der Hauptsache Pressemitteilungen, Geschäftsberichte und Roadshow-Präsentationen

Tabelle 8 fasst die für die jeweiligen Akquisitionen angegebenen Argumente in komprimierter Form zusammen. Es zeigt sich, dass Kostensynergien auf der zentralen oder dezentralen Ebene bei fast allen Akquisitionen im Mittelpunkt der Argumentation standen. In 4 von 6 Fällen wurden außerdem Finanzierungssynergien explizite angeführt. Diese haben bei der versuchten conwert-Übernahme durch die Deutsche Wohnen AG die größte Rolle gespielt.

Einen besonderen Fall stellt die Übernahme der KWG Kommunale Wohnen AG durch die conwert Immobilien Invest SE dar. In diesem Fall handelte es sich in der Wahrnehmung des Aufkäufers um eine günstige Kaufgelegenheit. Außerdem hat diese Akquisition zu einer grenzüberschreitenden Neuausrichtung des Portfolios geführt, wobei dem Übernahmeziel die Funktion einer Management- und Akquisitionsplattform zugewiesen wurde.

Von diesem Fall abgesehen wurden günstige Kaufgelegenheiten ebenso wie Potentiale für Einzelprivatisierungen und Managementdefizite nur selten als Argumente genannt.

Daraus ergibt sich, dass die Übernahmen im börsennotierten Angebotssegment wahrscheinlich in erster Linie durch *Effizienzsteigerungen aus Kostensenkungen einschließlich der Finanzierungskosten* motiviert waren. Ob außerdem noch persönliche Motive der beteiligten Manager im Spiel waren, konnte nicht überprüft werden.

Ein gewisser Handlungsdruck ging außerdem von den *Finanzmärkten* aus. Die Erwartungen der Marktteilnehmer waren homogen im Hinblick auf steigende Immobilienpreise, steigende Aktienkurse der Wohnimmobilien-AGs und damit auch

steigende Übernahmepreise. Daraus ergab sich ein Anreiz, Akquisitionen von konkurrierenden Unternehmen möglichst bald durchzuführen. Es kam hinzu, dass in dem vorherrschenden Kapitalmarktumfeld auch große Übernahmefinanzierungen durch Bridge loans, Kapitalerhöhungen und großvolumige Anleiheemissionen problemlos finanziert werden konnten. Die Finanzierung einer Megaübernahme wie sie die Gagfah-Transaktion darstellt, war nur in einem solchen Kapitalmarktumfeld möglich. Derartige Gelegenheitsfenster erzeugen einen zusätzlichen Handlungsdruck, weil sie sich unerwartet schnell wieder schließen können und es dann keineswegs sicher ist, dass sie sich auf absehbare Zeit wieder öffnen.

Das hohe Aktivitätsniveau bei den Unternehmensübernahmen des Sektors kann jedoch nicht allein mit den erhofften Kostensenkungen und der günstigen Verfassung der Finanzmärkte erklärt werden. Wenn die ersten Übernahmetransaktionen stattgefunden haben, entwickelt sich eine *Eigendynamik des Konzentrationsprozesses*. Die Vorstände aller Unternehmen des Sektors sind gezwungen, sich mit dem Thema Übernahme zu befassen und zwar entweder in einem defensiven (Abwehr von Übernahmeversuchen anderer Unternehmen) oder offensiven Sinne (Aufkauf von konkurrierenden Unternehmen). Passives Abwarten erscheint in diesem Umfeld nicht erfolgversprechend, weil dieses Verhalten zu unerwünschten Kontrollverlusten führen kann.

Vor diesem Hintergrund werden die relativen Bewegungen der Aktienkurse der einzelnen Gesellschaften zu entscheidenden Parametern. Ein hoher Aktienkurs im Verhältnis zum NAV verspricht einen gewissen Schutz gegen unerwünschte Übernahmen. Eine positive Kursentwicklung bringt ein Unternehmen auch in eine bessere Position, um Konkurrenten übernehmen zu können (Einsatz eigener Aktien als Transaktionswährung). In diesem Sinne können am Markt für Unternehmenskontrolle „die Starken die Schwachen fressen“.

Im Vergleich mit den anderen Angebotssegmenten der unternehmerischen Wohnungswirtschaft herrschen also ein *viel höheres Transparenzniveau* (höhere Berichtspflichten, Investor Relations, Indexerfassung, ständige Beobachtung durch Analysten und Finanzöffentlichkeit, Quartalsberichte, kapitalmarktorientierte Bilanzierungsregeln, etc.) sowie ein *viel höherer Erfolgsdruck*, mit Effizienzgewinnen die Bewertung des Unternehmens zu verbessern und Gelegenheitsfenster an den Finanzmärkten zur Übernahme von Konkurrenten zu nutzen. Die börsennotierten Wohnungsunternehmen stehen daher auch unter einem viel höheren Kostensenkungsdruck als der Rest der Wohnungswirtschaft. Ein Beleg dafür sind die meistens sehr deutlichen Senkungen der Verwaltungs- und der Zinskosten sowie der Leerstände nach der Übernahme von Unternehmen insbesondere auch aus dem öffentlichen Sektor. Allerdings neigt der börsennotierte Sektor eben auch mehr zur Konzentration, so dass die Gefahr besteht, dass die Effizienzgewinne aufgrund der Marktmacht der Anbieter mehr den Eigentümern als den Mietern zugutekommen. Grundsätzlich bietet die Rolle der börsennotierten Anbieter als „*Kostenspioniere*“ der Branche aber die Aussicht auf allgemeine Kostensenkungen, soweit deren Prozessinnovationen in der gesamten Wohnungswirtschaft diffundieren.

3.5 Die Finanzierung der Übernahmetransaktionen (Übernahmefinanzierung)

Börsengänge dürfen weder zeitlich noch sachlich isoliert betrachtet werden. Sie sind vielmehr wesentliche Schritte im Rahmen der Transformation eines Wohnungsunternehmens von einem von Finanzinvestoren oder anderen Eigentümern beherrschten Struktur zu einem mehr oder weniger „selbständigen“ kapitalmarktorientierten Wohnungsunternehmen, das sich der ganzen Palette der Finanzierungsmöglichkeiten bedienen kann, die der Kapitalmarktzugang ihm eröffnet. Diese Palette enthält Fremdfinanzierungsinstrumente ebenso wie Beteiligungsfinanzierungsinstrumente. Diese Instrumente werden von den Unternehmen aber größtenteils nicht zur Finanzierung von Bestandsinvestitionen (die vor allem durch klassische Hypothekendarlehen oder KfW-Darlehen finanziert werden sowie aus dem Cash flow aus der betrieblichen Tätigkeit) oder Neubaumaßnahmen, sondern für die Finanzierung von Übernahmetransaktionen und in kleinerem Umfang zur Refinanzierung bereits bestehender Schulden eingesetzt. Das heißt, die durchgeführten Kapitalerhöhungen und Anleiheemissionen dienen ganz überwiegend nur diesen Zwecken.

So hat die Vonovia im Geschäftsjahr 2015 Nettoauszahlungen für den Erwerb von Beteiligungen an konsolidieren Unternehmen (Gagfah, Südewo, Franconia) in Höhe von 3,01 Mrd. Euro getätigt. Das entspricht $\frac{3}{4}$ der Mittelzuflüsse aus der Finanzierungstätigkeit in diesem Jahr (4,01 Mrd. Euro). Im Geschäftsbericht heißt es dazu: „Der Cash flow aus Finanzierungstätigkeit war im Geschäftsjahr 2015 geprägt durch die Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierungsmaßnahmen im Zusammenhang mit den Akquisitionen.“, also gerade nicht durch den Kapitalbedarf für Bestandsinvestitionen. Die Zuflüsse aus Eigenkapitalmaßnahmen betrugen 2015 2,4 Mrd. Euro und die aus Fremdkapitalmaßnahmen (insbesondere Ziehungen aus dem EMTN-Programm) 4,0 Mrd. Euro.

Die Aufwendungen für Instandhaltung und Modernisierung beliefen sich dagegen trotz der enormen Steigerung der Bestandsinvestitionen in diesem Jahr nur auf 686 Mio. Euro und aus der betrieblichen Tätigkeit wurde ein Cash flow von nicht mehr als 690 Mio. Euro generiert. Dieser deckte zusammen mit den der Vonovia im Geschäftsjahr 2015 gewährten zinsvergünstigten Darlehen in Höhe von 84,0 Mio. Euro im Wesentlichen den Kapitalbedarf aus den Bestandsinvestitionen. In der Portfoliostrategie heißt es zur Finanzierung der Investitionen in das strategische Teil-Portfolio III (Wohnungsmodernisierung): „Die Investitionen sollen durch Förderdarlehen der KfW und im Übrigen durch die von Vonovia im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeiten generierten Barmittel finanziert werden“ (Vonovia 2015, S. 192), also gerade nicht durch Kapitalmarktinstrumente.

Das Beispiel zeigt, dass der Kapitalbedarf der Vonovia in erster Linie durch die Akquisitionen ausgelöst wurde und dass die Kapitalmarktfinanzierungen ausschließlich deren Finanzierung dienten. Der Kapitalbedarf für Bestandsinvestitionen wurde dagegen durch Hypothekendarlehen und den Cash flow aus der betrieblichen Tätigkeit gedeckt. Es herrscht insoweit eine klare Arbeitsteilung.

Es kommt hinzu, dass sich das Volumen der Kapitalmarktfinanzierungen auf die beiden Emittenten Vonovia und Grand City Properties konzentriert.

Von besonderem Interesse sind das Zusammenspiel der Instrumente und ihre strategische Einbettung. Finanzierungsmaßnahmen werden nicht isoliert und ohne Kontext vorgenommen. Sie haben vielmehr einen Zweck wie etwa die Finanzierung einer Übernahmetransaktion oder die Ablösung eines anderen Finanzierungsmittels. Nicht selten werden Beteiligungsfinanzierungs- und Fremdfinanzierungsinstrumente parallel eingesetzt.

3.5.1 Fremdfinanzierungsinstrumente

Bei den Fremdfinanzierungsinstrumenten ist zu unterscheiden zwischen Brückenfinanzierung und Endfinanzierung. Eine Brückenfinanzierung (Bridge loan) wird nur für einen kurzen Zeitraum im Vorgriff auf bevorstehende langfristige Finanzierungsmaßnahmen zu ihrer Ablösung gewährt.

Während im Bereich der Endfinanzierung von Portfolioankäufen Hypothekendarlehen oder unbesicherte Kredite keine große Rolle spielen, sind Anleihefinanzierungen hier umso wichtiger. Die Anleihen kann man nach der Sicherheitsposition der Anleihegläubiger unterscheiden in besicherte und unbesicherte Anleihen (Hybrid- und Wandelanleihen eingeschlossen).

Natürlich stehen diese unterschiedlichen Finanzierungsoptionen nicht allen Wohnungsunternehmen zur Verfügung. Die verfügbaren Optionen hängen von der Unternehmensgröße, vom Vorhandensein eines externen Ratings sowie davon ab, ob das Unternehmen börsennotiert ist. Einem kleinen Unternehmen ohne Rating und Börsennotierung steht im Zweifel nur die Finanzierung mittels klassischer Hypothekendarlehen zur Verfügung. Ein Rating erschließt den Zugang zum Finanzierungsinstrument der Unternehmensanleihen, wobei eine Börsennotierung sich günstig auf die darstellbaren Volumina und Zinskonditionen auswirken kann. Jedenfalls unterliegen nicht-börsennotierte Anleiheemittenten und Emittenten ohne Rating in dieser Hinsicht spürbaren Beschränkungen. Die Nutzung von Instrumenten wie Wandelschuldverschreibungen und Hybridanleihen setzt sowohl eine Börsennotierung als auch ein Emittentenrating voraus. Beides wirkt sich natürlich auch auf die Konditionenseite aus. Ein börsennotiertes und geratetes Unternehmen kann erheblich niedrigere Zinskosten erreichen und das ist ein klarer Wettbewerbsvorteil.

An dieser Stelle werden folgende Fremdfinanzierungsinstrumente eingehender behandelt:

- Bridge loans
- Besicherte Anleihen: Commercial Mortgage Backed Securities
- Unbesicherte Unternehmensanleihen (Bonds)
- Wandelanleihen (Convertibles)
- Hybridanleihen

Bridge loans

Brückenfinanzierung (engl. Bridge financing oder Bridge loan) ist der Oberbegriff für die durch Kreditinstitute vorgenommene, kurzfristig angelegte (Laufzeitbereich bis unter 3 Jahre) Vor- oder Zwischenfinanzierung bestimmter Transaktionen (zum Beispiel Immobilienkauf, Unternehmenskauf, Umschuldung von Verbindlichkeiten) bis zur endgültigen Anschlussfinanzierung. Ein Brückenkredit kann beispielsweise genutzt werden, um erwartete Einnahmen aus einer zukünftigen Kapitalerhöhung oder Anleiheemission bereits heute zu liquidisieren.

Die Brückendarlehen sind meistens *hochverzinslich*⁵⁷ und besichert (zum Beispiel durch Grundpfandrechte). Außerdem verschafft sich der Kreditgeber des Brückendarlehens üblicherweise das Recht, die Ablösefinanzierung zu arrangieren, was ihm wiederum Underwriting und Placement fees einbringt (Stowell 2010, S. 193).

Fehlt die Anschluss- oder Endfinanzierung zum Zeitpunkt der Aufnahme der Brückenfinanzierung oder ist diese noch nicht auszahlungsreif, handelt es sich um eine *Vorfinanzierung*. Ist die endgültige Finanzierung dagegen bereits vertraglich gesichert, so liegt eine für den Gläubiger weniger risikoreiche *Zwischenfinanzierung* vor.⁵⁸

Ein Beispiel für eine Bridge loan sind die von der Deutschen Annington im Juli 2013 zur Rückzahlung der CMBS-Verbriefung GRAND (Restschuld seinerzeit: 3,2 Mrd. Euro) aufgenommenen Brückenkredite im Umfang von 2,3 Milliarden Euro.⁵⁹ Dieser wurde im weiteren Verlauf des Jahres 2013 durch verschiedene Anleiheemissionen wieder abgelöst.

Außerdem hat die Deutsche Annington im Februar 2015 eine Bridge loan im Volumen von 6,25 Milliarden Euro zur Finanzierung der Gagfah-Übernahme syndiziert. Diese Brückenfinanzierung erfolgte im Vorgriff auf weitere Kapitalmaßnahmen. Davon abgesehen wurden bei folgenden Gelegenheiten Bridge loans zur Übernahmefinanzierung eingesetzt:

- Die Westgrund AG hatte sich im Juli 2014 eine 12-monatige Brückenfinanzierung im Umfang von 331 Mio. Euro für die Übernahme des Berlinovo-Portfolios (13.300 Wohnungen) gesichert, die noch im selben Jahr durch eine langfristige Endfinanzierung der LBBW ersetzt wurde. Das restliche Kapital für die Übernahme wurde im Wege einer Kapitalerhöhung im September 2014 aufgebracht.
- Weiterhin wurde bei der Übernahme des DGAG-Portfolios von dem Joint venture Deutsche Asset & Wealth Management / Prelios durch die Buwog AG zur Refinanzierung der IMMOFINANZ eine Bridge loan in Höhe von 260 Mio. Euro eingesetzt. Das Finanzierungspaket enthielt außerdem Hypothekendarlehen, Förderdarlehen und eine Wandelschuldverschreibung.⁶⁰
- Bridge loans wurden außerdem von der Westgrund AG, der Adler Real Estate AG, der Colonia Real Estate AG⁶¹ und der Buwog AG im Rahmen von Übernahmefinanzierungen aufgenommen.

Bridge loans wurden also sowohl zur Ablösung bestehender Verbindlichkeiten als auch zur Übernahmefinanzierung eingesetzt. Bei Übernahmefinanzierungen haben Bridge loans die Funktion einer flexiblen Kreditlinie. Die langfristige Ausfinanzierung der Transaktion ist bei Unternehmensübernahmen oft nicht sinnvoll, weil die Übernahmen scheitern können. Bei feindlichen Übernahmen ist das Risiko offensichtlich, aber auch bei freundlichen Übernahmen bleibt das Restrisiko, dass nicht genügend Aktionäre dem Angebot zustimmen.

⁵⁷ Hinzu kommen Gebühren: Commitment fee, Takedown fee.

⁵⁸ Bei Zwischenfinanzierungen besteht die Möglichkeit, dass sich das zwischenfinanzierende Institut die Auszahlungsansprüche aus der Anschlussfinanzierung im Wege der Zession als Kreditsicherheit abtreten lässt.

⁵⁹ Zur Refinanzierung der GRAND-Verbriefung wurden neben der Bridge loan eine Kapitalerhöhung (400 Mio. Euro) und ein Konsortialkredit (940 Mio. Euro) eingesetzt. Die Brückendarlehen waren von den beiden Konsortialbanken J.P. Morgan und Morgan Stanley mit Laufzeiten von 18 und 36 Monaten eingeräumt worden (Immobilien & Finanzierung 15 – 2013, S. 7).

⁶⁰ Immofinanz Group Press Release: Immofinanz subsidiary Buwog acquires 18.000 apartments in Germany – stock market listing of Buwog via spin-off planned v. 12.02.2014.

⁶¹ Die Colonia Real Estate AG hat im Jahr 2007 im Rahmen des Erwerbs der Immobiliengesellschaften Emersion und Domus durch eine Konzerngesellschaft eine Bridge loan über 10,0 Mio. Euro bei einem Kreditinstitut aufgenommen (Geschäftsbericht 2007).

Besicherte Anleihen: Commercial Mortgage Backed Securities

CMBS-Verbriefungen (durch Ansprüche auf die Immobilien des übernommenen Unternehmens besicherte Anleihen) wurden nur von den Gesellschaften mit Private Equity-Hintergrund eingesetzt. Diese Verbriefungen waren in der Private Equity-Phase das mit Abstand wichtigste Instrument der Übernahmefinanzierung.⁶² Die Bedeutung des Instrumentes hat jedoch bereits im Vorfeld der Börsengänge deutlich abgenommen. Dies dürfte nicht zuletzt auf die mit einer CMBS-Emission verbundenen Berichtspflichten und die Einschränkungen der unternehmerischen Handlungsfreiheit durch Klauseln zur Sicherung der Gläubiger (sogenannte „Covenants“) zurückzuführen sein.

Die Deutsche Annington hat in der Private Equity-Phase in großem Umfang von der Finanzierung mittels Verbriefungen Gebrauch gemacht.⁶³ Die Verbriefungskonstruktion GRAND diente in erster Linie der Ablösung der Bankkredite für die Vittera-Übernahme im August 2006. Es handelte sich um eine komplexe strukturierte Finanzierung mit 7 verschiedenen Risikotranchen. Sie hatte ein Gesamtvolumen von ursprünglich 5,8 Milliarden Euro bei einer Laufzeit von 7 Jahren (bis Juli 2013) und sie war mit insgesamt 164.365 Wohnungen besichert. Die Refinanzierung der GRAND-Verbriefung hat der Deutschen Annington große Schwierigkeiten bereitet. Der vorgelegte Umstrukturierungsplan erhielt aber schließlich die nötige Mehrheit des Anleihekaptals. Die restrukturierte GRAND-Verbriefung wurde im Juli 2013 vorzeitig abgelöst. Ein großer Teil der besicherten CMBS-Anleihen ist dabei durch unbesicherte Anleihen ersetzt worden.

Auch bei der Gagfah S.A. ist ein großer Teil des Kapitals im Zuge der Verbriefung von Übernahmekrediten aufgenommen worden. Diese wurden bei Fälligkeit allerdings nicht durch unbesicherte Anleihen, sondern durch weitere CMBS-Emissionen ersetzt.

Bei der GSW Immobilien AG erfolgte der Abschluss der Refinanzierung ihres CMBS-Kredits im Volumen von ca. 890 Millionen Euro am 14.11.2011 dagegen ganz überwiegend durch neue langfristige Kreditverträge mit sechs führenden Banken.⁶⁴ Die bei der TAG Immobilien AG im Rahmen der Colonia-Übernahme entstandene CMBS-Finanzierung im Umfang von 214 Mio. Euro (Quokka-CMBS: Salzgitter, Domus) wurde bei Fälligkeit im August 2013 durch klassische Hypothekendarlehen deutscher Banken refinanziert.

Für die Schuldner begründen die Großverbriefungen erhebliche Prolongations- und Zinsänderungsrisiken. Die rechtzeitige Refinanzierung hat einigen Gesellschaften aus folgenden Gründen zum Teil Probleme bereitet:

- Fälligkeit in einer Summe zum Ende der Laufzeit
- große Volumina („Balloon risk“)
- Konzentration der Fälligkeiten in der Jahresmitte 2013
- Schwieriges Kapitalmarktumfeld in der Folge der Finanzkrise

⁶² Bei der Verbriefung verkauft die Bank, die den Übernahmekredit ursprünglich gewährt hatte (auch „Originator“ genannt), ihre Forderung an eine eigens zu deren Erwerb gegründete Ein-Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle SPV), die sich ihrerseits durch die Emission von CMBS-Anleihen am Kapitalmarkt refinanziert. Das Kreditrisiko wird damit auf die Anleihegläubiger übertragen. Mit der Verbriefung werden die Finanzierungsrisiken an den Kapitalmarkt weitergegeben und damit breiter gestreut.

⁶³ Zum Jahresende 2011 entfielen fast $\frac{3}{4}$ der Nominalverpflichtungen des Konzerns auf Inhaberschuldverschreibungen, die im Rahmen von Verbriefungstransaktionen begeben worden waren.

⁶⁴ Der durchschnittliche Zinssatz der Kreditmittel liegt bei 4,18 Prozent und die Laufzeiten bewegen sich zwischen 5 und 32 Jahren bei einer gewichteten durchschnittlichen Kreditlaufzeit von mehr als acht Jahren (Pressemitteilung der GSW: GSW schließt langfristige Finanzierung erfolgreich ab v. 14.11.2014).

Während die Deutsche Annington sich mit ihren Gläubigern vergleichen musste, haben die anderen Gesellschaften ihre ausstehenden Verbriefungen unter Nutzung verschiedener Refinanzierungskanäle darstellen können. Dass die Refinanzierungsprobleme beherrschbar blieben, ist der zunehmenden Entspannung der Kapitalmärkte und der gleichzeitigen Belebung des deutschen Immobilienmarktes im Vorfeld der Fälligkeitstermine zu verdanken.

Die für die Refinanzierung der CMBS eingesetzten Ablöseinstrumente sind durch eine große Heterogenität gekennzeichnet. Die beiden Gagfah-Verbriefungen sind die einzigen Fälle, wo CMBS-Verbriefungen durch Neuemissionen von CMBS ersetzt worden sind. Bei der endgültigen Refinanzierung der Annington-Verbriefung GRAND sind dagegen hauptsächlich *unbesicherte Unternehmensanleihen* eingesetzt worden. Die GSW Immobilien AG wiederum hat ihre Refinanzierung fast ausschließlich mit bilateralen Krediten dargestellt. Die TAG Immobilien AG schließlich hat mit Hypothekendarlehen refinanziert.

Unbesicherte Anleihen haben gegenüber CMBS-Verbriefungsstrukturen Vorteile im Hinblick auf die Gebühren und das Handling. Auf der anderen Seite haben CMBS einen Konditionenvorteil: Die Risikoprämien sind niedriger, weil die Gläubiger im Falle der Emittenteninsolvenz bzw. unter Umständen auch bereits bei Covenantverletzungen auf die als Sicherheit dienenden Immobilien zugreifen können, um ihre Forderungen zu befriedigen. Der Konditionenvorteil der CMBS ist jedoch in einem Kapitalmarktumfeld, welches von immer weiter sinkenden Zinsen auch im längerfristigen Bereich und außerdem von einer Kontraktion der Risikoprämien geprägt war, immer weiter zusammengeschrumpft, so dass die spezifischen Nachteile der CMBS als Finanzierungsinstrument schwerer wogen. Die Emittenten haben mit ihrer Abwendung von den CMBS auch die größere Risikofreude der Investoren nachvollzogen, die immer bereitwilliger in unbesicherte Anleihen und Mezzanine-Kapital investiert haben, wodurch ein entsprechender Konditionendruck entstanden ist.

Die Entwicklung hat gezeigt, dass die mit Großverbriefungen verbundenen Prolongations- und Zinsänderungsrisiken den Erfolg von Börsengängen gefährden und zwar umso mehr, je kürzer die Frist zwischen dem IPO und der CMBS-Fälligkeit bemessen ist. Der Börsengang der Deutsche Annington Immobilien SE war erst nach der erfolgreichen GRAND-Refinanzierung möglich und der Börsengang der GSW Immobilien AG ist im ersten Anlauf nicht zuletzt an der schwebenden Refinanzierungsproblematik gescheitert. Bei der Gagfah S.A. war der Gang an die Börse dagegen nicht problematisch, weil er in einem günstigen Kapitalmarktumfeld bereits viele Jahre vor Ablauf der CMBS-Fälligkeiten erfolgte.

Die letzten verbliebenen CMBS-Verbriefungen mit der Gagfah als Schuldner sollen nach der Fusion mit der Deutschen Annington zur Vonovia vorfristig abgelöst werden. Da die Fremdfinanzierung der börsennotierten Wohnungsunternehmen nun auf mehreren Säulen ruht und die Fälligkeiten viel gleichmäßiger in der Zeit verteilt sind, hat die Krisenanfälligkeit des Sektors gegenüber der Private Equity-Phase wesentlich abgenommen.

Unbesicherte Unternehmensanleihen (Bonds)

Unbesicherte Anleihen („Unsecured bonds“ oder „Debentures“) sind Anleihen, die nicht durch Sicherheiten wie Immobilien besichert („gedeckt“) sind. Sie sind vielmehr lediglich durch das Versprechen des Emittenten gedeckt, dass sie zurückgezahlt werden („Full faith and credit“). Dahinter steht die allgemeine Bonität des Emittenten und dessen Fähigkeit, in der Zukunft Cash flows zur Rückzahlung von Zinsen und Kapital zu generieren.

Unbesicherte Anleihen werden insbesondere von Emittenten mit hervorragender Bonität oder von solchen Emittenten eingesetzt, die nicht über geeignete Sicherheiten verfügen. Gegenüber gedeckten Anleihen wie Pfandbriefen oder CMBS ist das Risiko für die Investoren natürlich höher, so dass ihnen eine entsprechend höhere Verzinsung geboten werden muss. Im Insolvenzfall können zwar auch die Gläubiger unbesicherter Anleihen auf das Vermögen des Emittenten zugreifen, aber erst nachdem alle Gläubiger, deren Ansprüche höherrangig in der Kapitalstruktur sind, bereits befriedigt wurden.⁶⁵

Die Deutsche Annington hat sich in den Jahren 2013 und 2014 mehrfach Kapital durch die Emission unbesicherter Anleihen beschafft. Die Emissionen des Jahres 2013 dienten der endgültigen *Ablösung der besicherten CMBS-Anleihen*.⁶⁶ Als Motive für die Ablösung hat die Deutsche Annington niedrigere Zinsen und Gebühren sowie das einfachere Handling gegenüber einer CMBS-Verbriefung angeführt. Aus der Sicht der Deutschen Annington bedeutet der Austausch gedeckter durch ungedeckte Anleihen einen Zuwachs an unternehmerischer Freiheit und verbesserte Fremdfinanzierungsmöglichkeiten (etwa Zugang zu KfW-Krediten für die energetische Modernisierung von Wohnraum). Im Jahr 2014 wurden dann zur Akquisitionsfinanzierung zwei weitere unbesicherte Anleihen begeben.⁶⁷ Damit hatte die Deutsche Annington im Juli 2014 bereits unbesicherte Anleihen im Umfang von mehr als 4 Milliarden Euro ausstehen. Alle Anleihen bis auf die Hybridanleihe (Rating: BB+) waren im November 2014 mit BBB geratet.

Zwei der Anleiheemissionen (im Umfang von jeweils 500 Mio. €) waren Bestandteil eines EMTN-Schuldverschreibungsprogrammes (Euro Medium Term Note). Dieses Schuldverschreibungsprogramm hat insgesamt ein Volumen von 4,0 Milliarden Euro. Die Deutsche Annington hat sich mit dem Programm die Möglichkeit verschafft, im Rahmen des gesamten EMTN-Volumens flexibel auf auftretende Kapitalbedarfe zu reagieren. Derartige Debt Issuance-Programme sind kurzfristig flexibler (z.B. im Hinblick auf die Dokumentationsanforderungen) als eine Einzelemission.

Die Gagfah hatte Mitte Juni 2015 lediglich eine Anleihe ausstehen und zwar eine festverzinsliche fünfjährige Wandelanleihe, die im Mai 2014 mit einem Volumen von 375 Mio. Euro emittiert worden war.⁶⁸ Die Anleiheschulden der TAG beliefen sich Mitte Juni 2015 auf gut eine halbe Milliarde Euro verteilt auf vier Festzinsemissionen mit anfänglichen Laufzeiten zwischen 5 und 7 Jahren, darunter auch zwei Wandelanleihen. Die TAG-Anleihen sind durch relativ hohe Umlaufrenditen gekennzeichnet. Etwa in derselben Größenordnung wie bei der TAG liegen die gesamten Anleiheschulden der Adler Real Estate AG. Es handelt sich um 5 Emissionen, darunter 2 Wandelanleihen. Die anfänglichen Laufzeiten betrugen 5 Jahre, in einem Fall 4 Jahre. Die Kupons und Umlaufrenditen sind auch im Vergleich mit der TAG sehr hoch (Kupons bis 8,75 Prozent, ISMA-Renditen um 4,7 Prozent).

⁶⁵ Selbst unbesicherte Anleihen werden jedoch durch eine sogenannte Negativklausel („Negative pledge clause“) geschützt. Danach sollen die Gläubiger der Debentures hinsichtlich der Bestellung von Sicherheiten nicht schlechter behandelt werden als zukünftige Gläubiger (Eilenberger 2012, S. 466).

⁶⁶ Emittiert wurden zwei unbesicherte Anleihen im Juli 2013 (700 und 600 Mio. Euro mit Laufzeiten von 3 bzw. 6 Jahren) und weitere drei Anleihen im Oktober 2013 (darunter zwei US-Anleihen im Umfang von 740 Mio. Euro mit Laufzeiten von 4 bzw. 10 Jahren und eine achtjährige EMTN-Emission in Höhe von 500 Mio. Euro). Die Zinscoupons bewegten sich zwischen 2,125 für die dreijährige europäische und 4,680 Prozent für die zehnjährige US-Anleihe.

⁶⁷ Eine Hybridanleihe im April 2014 (700 Mio. €) und eine weitere Emission im Rahmen des EMTN-Programms im Juli 2014 (500 Mio. €).

⁶⁸ Da aufgrund der Übernahme durch die Deutsche Annington Immobilien SE ein Kontrollwechsel eingetreten ist, sind die Gläubiger der Wandelschuldverschreibung berechtigt, entweder die vorzeitige Rückzahlung ihrer Wandelschuldverschreibungen zu verlangen oder ihr Wandlungsrecht auf Grundlage des angepassten Wandlungspreises auszuüben.

Die Deutsche Wohnen AG weist im Verhältnis zu ihrer Größe und Kapitalisierung nur relativ geringe Anleiheschulden auf (650 Mio. Euro). Es handelt sich um zwei festverzinsliche Wandelanleihen mit einer anfänglichen Laufzeit von jeweils 7 Jahren, die 2020 bis 2021 fällig werden. Die Kupons sind wie meistens bei diesem Anleihetyp sehr niedrig (deutlich unter 1 Prozent).

Die conwert Immobilien Invest SE ist mit 3 Anleihen mit einem Emissionsvolumen von zusammen 280 Mio. Euro belastet, davon der größte Teil in Form von 2 Wandelanleihen mit anfänglichen Laufzeiten von jeweils 6 Jahren. Die Kupons sind auch für diese beiden Anleihen, die 2010 und 2012 begeben wurden, im Sektorvergleich auffällig hoch. GSW, LEG und Buwog haben keine ausstehenden Anleihen.

Der gesamte börsennotierte Sektor kam am 14.06.2015 auf Anleiheschulden einschließlich Wandelschuldverschreibungen und Hybridanleihen in Höhe von 9.172,6 Millionen Euro (Tabelle 9).

Tabelle 9: Verteilung der Anleiheschulden des börsennotierten Wohnungssektors

Gesellschaft	Ausstehende Anleiheschulden Mio. Euro	In Prozent der Anleiheschulden des Sektors
Deutsche Annington Finance B.V.	5.740	62,6
Gagfah S.A.	375	4,1
TAG Immobilien AG	520,3	5,7
Adler Real Estate AG	493	5,4
Deutsche Wohnen AG	650	7,1
conwert Immobilien Invest SE	280	3,0
Grand City Properties S.A.	1.114,3	12,1
Summe	9.172,6	100,0

Quelle: www.onvista.de, 14.06.2015, eigene Berechnungen

Die Verteilung der Anleiheschulden der börsennotierten Wohnungsunternehmen zeigt, dass die Deutsche Annington Immobilien SE für 63 Prozent der Anleiheschulden des gesamten Sektors steht. Abgesehen von der Grand City Properties S.A., die auf einen Anteil von 12 Prozent kommt, bewegen sich die Anteile der anderen Gesellschaften an den sektoralen Anleiheschulden zwischen 0 und 7 Prozent.

Auch in qualitativer Hinsicht sticht die Deutsche Annington heraus: Sie hat auch Hybridanleihen und US-Anleihen begeben. Außerdem hat sie als einzige Gesellschaft revolving Anleihen im Rahmen eines EMTN-Programms emittiert. Die Deutsche Annington ist auch der einzige Emittent, der in der Regel Emissionsvolumina von mindestens 500 Millionen Euro erreicht. Damit haben ihre Emissionen unter Liquiditätsgesichtspunkten eine Größenordnung, die auch für internationale institutionelle Investoren interessant ist. Auch im Hinblick auf die zeitliche Abfolge der Emissionen ist die Deutsche Annington einzigartig. Sie wird von den Investoren schon fast als Daueremittent wahrgenommen. Mit Ausnahme der Grand City Properties S.A. haben verglichen mit der Deutschen Annington alle anderen Emittenten einen mittelständischen Charakter.

Es handelt sich um Gelegenheitsemitenten mit kleinen Volumina, die sich unterhalb des Radars der großen internationalen Anleiheinvestoren bewegen. Ihr Anleihefinanzierungsverhalten wird charakterisiert durch:

- Allgemeine Zurückhaltung beim Einsatz von Anleihefinanzierungsinstrumenten
- Häufige Nutzung von Wandelschuldverschreibungen
- Zum Teil auffällig hohe Zinskupons und Umlaufrenditen

Die TAG, conwert und vor allem die Adler Real Estate AG zahlen im Sektorvergleich sehr hohe Zinsen für ihre Anleihen und zwar auch für Anleihen, die erst in jüngster Zeit begeben worden sind. So beträgt die ISMA-Rendite einer Adler-Anleihe mit einer Restlaufzeit von knapp 3 Jahren 4,72 Prozent bei einer Emissionsrendite von 8,75 Prozent im April 2013. Zum Vergleich: Eine festverzinsliche Annington-Anleihe mit gut 4 Jahren Restlaufzeit kam Mitte Juni 2015 auf eine ISMA-Rendite von nur 1,13 Prozent.

Die enormen Renditeunterschiede dürften zum Teil auf die Verfügbarkeit von Kreditratings und ggf. auf die Relevanz der Ratingagentur und die Unterschiede in den Ratingnoten zurückzuführen sein. Von großer Bedeutung ist hier das Überschreiten der Investment grade-Schwelle (bei Standard & Poor's mindestens BBB). Die Deutsche Annington und Grand City Properties verfügen schon seit mehreren Jahren über Ratings von Standard & Poor's, die aktuell auf BBB+ (Stand: 06.09.2016) bzw. BBB (Stand: 13.06.2016) lauten (also Investment grade). Für die conwert gab es seit September 2015 ein vorläufiges Rating von Standard & Poor's (BBB-), das im März 2016 bestätigt wurde. Die Adler Real Estate AG wird von Scope mit BB- geratet (Stand: 25.07.2016). Für die TAG gibt es bis heute kein Rating.

Für eine Anleiheemission ist ein Wert des Immobilienportfolios von mindestens 2-3 Milliarden Euro erforderlich. Das Mindestvolumen einer Anleihe liegt bei etwa 200 Mio. Euro. Einem (externen) Rating kommt aus der Sicht der Anleiheinvestoren eine sehr große Bedeutung als Objektivierung zu. Ein Investment grade-Rating der Anleihe ist für die meisten Investoren eine unabdingbare Voraussetzung, um überhaupt investieren zu können. Insofern erscheint es nicht besonders effizient, Anleihen ohne ein Unternehmensrating zu begeben.

Das Marketing einer Bondemission weist deutliche Parallelen mit einer Aktienemission auf. Auch für die Platzierungen von Anleihen werden Roadshows veranstaltet. Die Emittenten präsentieren in den Anleihe-Roadshows die Researchergebnisse und das vorläufige Rating bzw. den Rating-Outlook. Ähnlich wie nach einem Börsengang sind auch nach einer Anleiheemission die Beziehungen zu den Investoren zu pflegen („Debt Investor Relations“).

Das Orderbuch für eine Anleihe eines börsennotierten Wohnungsunternehmens umfasst üblicherweise ca. 100 Bondinvestoren. Damit die Zeichnung einer Anleiheemission Fahrt aufnimmt, kommt es darauf an, wichtige Ankerinvestoren zu gewinnen. Privatanleger können die Anleihen nicht direkt zeichnen und sie sind insoweit auf Käufe am Sekundärmarkt angewiesen. Sie. Die Eigentümerstrukturen der umlaufenden Bonds sind transparent. Unter den Bondholdern spielen französische Investoren eine große Rolle. Zuletzt haben allerdings deutschsprachige Investoren wesentlich an Bedeutung gewonnen.

Im Hinblick auf Ausstattung und Konditionen der Anleihen der Wohnungsunternehmen sind gewisse Besonderheiten zu beachten. Wie bei CMBS und U.S.-Anleihen üblich werden Financial Covenants auch bei unbesicherten Anleihen vereinbart, wobei die Vonovia hier die Rolle eines Vorreiters gespielt hat. Was Laufzeiten und Volumina angeht, können mit einer Kapitalmarktfinanzierung längere Laufzeiten und höhere Volumina dargestellt werden als mit einer Bankenfinanzierung.

Laufzeiten oberhalb von 15 Jahren sind aber nur als Privatplatzierung möglich. Bekannte Emittenten genießen wie gesagt einen deutlichen Konditionenvorteil am Anleihemarkt.

Im Vergleich mit einer Bankenfinanzierung zeichnet sich eine Anleihefinanzierung aus Sicht der Emittenten vor allem durch ihre höhere Flexibilität aus. Während eine Bankfinanzierung eine Vorlaufzeit von mindestens zwei Monaten hat, kann Fremdkapital mittels einer Anleihefinanzierung innerhalb von 72 Stunden mobilisiert werden („*Speed to Market*“). Eine hohe Transaktionsgeschwindigkeit ist vor allem bei sich bietenden Übernahmegelegenheiten oft ausschlaggebend.

Wandelanleihen (Convertibles)

Eine Wandelanleihe ist eine Schuldverschreibung einer Aktiengesellschaft, bei der neben dem Verzinsungsanspruch alternativ zur Rückzahlung des Nennwerts während der Wandlungsfrist ein Wandlungsrecht in einem vorher festgelegten Verhältnis in Stammaktien der emittierenden Gesellschaft besteht. Im Falle des Umtausches in Aktien wird der Gläubiger zum Aktionär und die Wandelschuldverschreibung erlischt. Wandelanleihen bieten die Chance, von steigenden Aktienkursen zu profitieren. Im Wandlungsfalle ergeben sich für das betreffende Unternehmen gleichzeitig eine bedingte Eigenkapitalerhöhung (Emission neuer Aktien) und eine Fremdkapitalreduzierung.

Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften haben von dem Finanzierungsinstrument der Wandelanleihe Gebrauch gemacht. Beispielsweise finanzierte die LEG Immobilien AG den Kauf von 9.600 Wohnungen von der Deutschen Annington zum Preis von 484 Millionen Euro durch die Emission einer Wandelanleihe am 7. April 2014 im Umfang von 300 Millionen Euro und eine zusätzliche Kapitalerhöhung.

Grundsätzlich bietet eine Wandelanleihe dem Emittenten vor allem den Vorteil günstiger Kreditkonditionen. Allerdings können viele Unternehmen derzeit auch ganz normale Anleihen zu sehr niedrigen Renditen auflegen.⁶⁹ Außerdem müssen die Aktionäre bei steigendem Aktienkurs einen Anteil an ihrem Unternehmen zum Wandlungspreis und damit unter dem Marktwert an die Inhaber der Wandelanleihe verkaufen (Verwässerungseffekt). Bei fallenden oder stagnierenden Börsenkursen kann die Refinanzierung der Anleihe Schwierigkeiten bereiten.

Pflichtwandelanleihen⁷⁰, bei denen das Wandlungsrecht beim Emittenten liegt, können einen Ausweg aus diesem Dilemma bieten. Für die Anleger verbindet die Pflichtwandelanleihe jedoch die Nachteile beider Anlageformen: Wenn die Geschäfte des Emittenten gut laufen, erhält der Anleger nur die Anleihezinsen, profitiert aber nicht vom wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens, da er in diesem Fall nicht wandeln kann. Laufen die Geschäfte dagegen schlecht, werden die Anleihen zwangsweise in haftendes Eigenkapital (Aktien) gewandelt. Für den Emittenten ist das natürlich sehr vorteilhaft: Er wird die drückenden Zinszahlungen los und beschafft sich frisches Eigenkapital, genau dann, wenn er es benötigt.

Im Bereich der Immobilienaktien hat die von der Westgrund AG im April 2014 (A11QPV) emittierte Pflichtwandelanleihe einen Kupon von 5,0 Prozent. Die Schuldverschreibung ist sowohl mit einem Wandlungsrecht als auch mit einer Wandlungspflicht verbunden. Die Inhaber der Schuldverschreibungen haben während der Laufzeit das Recht, Schuldverschreibungen innerhalb der Wandlungszeiträume in Aktien der Westgrund AG zu wandeln. Das Wandlungsverhältnis beträgt 3,70

⁶⁹ Braunberger, G.: Wandelanleihen. Zeit der Zwitter, in: F.A.Z. v. 24.06.2014.

⁷⁰ Reverse Convertible, Mandatory Convertible oder Contingent Convertible bzw. CoCo.

Euro nominal zu einer Stückaktie. Die Geltendmachung der Wandlungspflicht durch die Gesellschaft ist ebenfalls möglich. Diese Anleihe ist also eine Mischung aus Wandelanleihe und Pflichtwandelanleihe.

Hybridanleihen

Finanzierungsinstrumente, die weder der Fremdfinanzierung noch der Eigenmittelfinanzierung klar zuordenbar sind, werden als sogenannte hybride Finanzierungen bezeichnet (Tolkmitt 2007, S. 241). Hybridanleihen (Corporate Hybrid Debt) weisen zum einen eine sehr lange oder teilweise auch unendliche *Laufzeit* (Perpetuals) auf. Zum anderen sind diese Anleihen *nachrangig* ausgestaltet, das heißt die Ansprüche der Gläubiger der Hybridanleihen sind im Insolvenzfall nachrangig gegenüber allen anderen Gläubigern. Beide Merkmale führen dazu, dass eine *Anerkennung als Eigenkapital* oder eigenkapitalähnliches Kapital der Regelfall ist.

Hybridanleihen werden üblicherweise mit einer *festen Verzinsung* ausgestattet, deren Zahlung jedoch *von der Ertragssituation des Unternehmens abhängig* sein kann. Aufgrund einer schlechten Ertragssituation ausgefallene Zinszahlungen müssen oder können entsprechend aufgeholt werden (sogenannter „*Kuponaufschub*“).

Eine weitere Besonderheit der Hybridanleihen ist das Recht der Emittentin, den Anleihebetrag *vorzeitig zurückzuzahlen* (häufig nach 10 Jahren). Die Nichtnutzung dieser Tilgungsoption durch die Emittentin hat eine *Zinserhöhung* zur Folge. Im Falle der vorzeitigen Tilgung zum Optionszeitpunkt muss die Hybridanleihe *durch Kapital in mindestens der gleichen Qualität*, also Mezzanine- oder Eigenkapital *ersetzt werden*. Das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital darf sich nicht verschlechtern.

Das Finanzierungsinstrument der Hybridanleihe ist für Unternehmen geeignet, die ihre Kapitalstruktur verbessern wollen, ohne das Eigenkapital zu erhöhen. Die relativen Eigentumsverhältnisse werden nicht verwässert. Das Rating des Unternehmens wird aber durch die Stärkung der Eigenkapitalbasis positiv beeinflusst. Das Instrument ist vorzugsweise für am Kapitalmarkt etablierte Unternehmen geeignet (Tolkmitt 2007, S. 333 f.).

Die Deutsche Annington hat im April 2014 als erstes europäisches Immobilienunternehmen eine nachrangige Hybridanleihe im Volumen von 700 Mio. Euro emittiert. Die Emission war ein Baustein der Finanzierung der in 2014 getätigten Akquisitionen (DeWAG, Vitus).⁷¹ Die Hybridanleihe hat eine Laufzeit von 60 Jahren (Ablaufzeitpunkt: 08.04.2074). Sie kann zu den „Call Dates“ (alle 5 Jahre, erstmalig im April 2019) (bei außergewöhnlichen Ereignissen auch vorzeitig⁷²) zum Nennwert gekündigt werden. Der anfängliche Zinskupon der Anleihe von 4,625 Prozent ist bis April 2019 festgeschrieben. Für die Zeit danach gilt eine variable Verzinsung, die alle 5 Jahre angepasst wird. Die Regelungen zum Kuponaufschub verschaffen der Emittentin ein hohes Maß an Flexibilität. Die Anleihebedingungen ermöglichen es ihr, die Zinszahlungen nötigenfalls über lange Zeiträume auszusetzen.

⁷¹ Das verbleibende Finanzierungsvolumen wurde unter anderem durch die Kapitalerhöhung im März, durch den Vitus-Aktientausch, durch eine Emission im Rahmen des EMTN-Programms sowie durch Verkaufserlöse finanziert (Deutsche Annington Immobilien SE Roadshow Frankfurt, 3rd November 2014).

⁷² Zum Beispiel Änderungen bei der steuerlichen Behandlung oder Ratingereignis.

Die an der Luxemburger Börse gehandelte Anleihe wurde von Standard & Poor's mit BB+ geratet und zu 50 Prozent als Eigenkapital angerechnet. Somit ist keine Verschlechterung der bilanziellen Kapitalrelationen und kein negativer Ratingeinfluss eingetreten. Der Hybrid-bond verliert seine Eigenkapitalanrechnung jedoch schon im Jahr 2019 („economical maturity“). Bilanziell wird er als Fremdkapital behandelt (IFRS).

Die Emission der Hybridanleihe wurde seitens der Geschäftsführung mit folgenden Argumenten begründet (Deutsche Annington Q1 2014 Results Conference Call, S. 14):

- Kräftige Nachfrage nach dieser Assetklasse und entsprechend attraktive Konditionen
- Weitere Diversifikation der unbesicherten Fremdkapitalquellen
- Keine Verwässerung der bestehenden Beteiligungsverhältnisse
- 50 Prozent Eigenkapitalanrechnung durch die Ratingagenturen ohne negativen Ratingeinfluss
- Temporäre Eigenkapitalbrücke

Alles in allem hat die Deutsche Annington das derzeitige Kapitalmarktumfeld und insbesondere die derzeit hohe Risikoneigung vieler Kapitalanleger mit der Emission der Hybridanleihe geschickt ausgenutzt. Die Konditionen (etwa der geringe Umfang der Zinserhöhungen bei Nichtausnutzung der Tilgungsoption) erscheinen gerade auch angesichts der großen Flexibilität der Emittentin im Hinblick auf vorzeitige Tilgungs- und Zinsaussetzungsmöglichkeiten sehr günstig. Möglicherweise wird die Hybridanleihe in der Zukunft durch „hartes Eigenkapital“ ersetzt.

3.5.2 Beteiligungsfinanzierungsinstrumente

Eine Übernahmetransaktion kann in der Regel nicht allein mit Fremdmitteln finanziert werden, weil dies die bilanzielle Eigenkapitalquote und andere Kennzahlen negativ beeinflussen würde. Bei der Akquisitionsfinanzierung bilden die eigenkapitalerhöhenden Maßnahmen dementsprechend den Kern der Finanzierung. Sie werden durch die in Abschnitt 3.5.1 dargestellten Fremdkapitalbausteine ergänzt.

Die für die Übernahme eines großen Konkurrenten benötigten Finanzierungsmittel können durch Innenfinanzierung auch nicht ansatzweise „erspart“ werden. Die Mittel müssen also mit Hilfe von Außenfinanzierungsmaßnahmen beschafft werden. Dabei kommt es auf eine ausgewogene Mischung von Eigenkapital- und Fremdkapitalbausteinen an. Je mehr Eigenkapital durch Beteiligungsfinanzierungsmaßnahmen für eine Übernahmefinanzierung aufgebracht werden kann, desto höher fällt die Konzerneigenkapitalquote nach Konsolidierung des akquirierten Unternehmens aus.

Die Schaffung des zusätzlichen Eigenkapitals für eine Unternehmensübernahme kann in aller Regel nur im Wege einer *Kapitalerhöhung* erfolgen. Die neugeschaffenen Aktien werden

- entweder platziert, so dass dem Aufkäufer liquide Mittel zufließen, die für Barkompensationen zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft verwendet werden können (*Barangebot* oder *Cash offer*), oder
- sie werden den Aktionären der Zielgesellschaft zum Tausch gegen Aktien der übernehmenden Gesellschaft angeboten (*Aktientausch* oder *Share offer*), oder
- es werden ihnen sowohl Barzahlungen als auch Aktien zum Tausch angeboten (gemischtes Angebot oder *Mixed bid*).

Als Vorteil eines Aktientausches gegenüber einem Barangebot gilt, dass sich daraus keine Liquiditätsbelastung ergibt (Rudolph 2006, S. 501 f.). Bei einem Aktientausch erfolgt weder ein Zufluss noch ein Abfluss von liquiden Mitteln. Es nimmt allerdings die Zahl der umlaufenden Aktien zu, wodurch unter Umständen Verwässerungseffekte ausgelöst werden.

Der Vergleich von Barangebot und Aktientausch ist nicht zuletzt eine Frage der Perspektive. Barangebote gelten besonders dann als Mittel der Wahl, wenn Widerstand des Managements der Zielgesellschaft erwartet wird oder Mitbieter auftreten. Bei einem Barangebot wird der Angebotspreis im Allgemeinen deutlich über dem aktuellen Kurs der Aktien des Zielunternehmens angesetzt (Kontrollprämie). Es geht hier um die Verteilung des Fusionsgewinns zwischen den Aktionären des Zielunternehmens und denen der übernehmenden Gesellschaft. Im Unterschied zum Aktientausch fallen bei einem Barangebot steuerpflichtige Einkünfte für die Aktionäre der Zielgesellschaft an. Für die Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft haben Barangebote besonders den Vorteil, dass sie die Beteiligungsverhältnisse bei der übernehmenden Gesellschaft nicht berühren (Rudolph 2006, S. 500 f.).

Bei einem Aktientausch tauschen die Aktionäre des Zielunternehmens ihre Aktien in einem bestimmten Verhältnis gegen Aktien der übernehmenden Gesellschaft. Sie werden damit zu Aktionären dieser Gesellschaft. Das Tauschverhältnis orientiert sich am Verhältnis der Marktwerte des Eigenkapitals beider Unternehmen. Der Aktientausch hat für die Aktionäre des Zielunternehmens den Vorteil, dass die Übernahmeprämie nicht zu versteuern ist. Für die Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft ist besonders von Bedeutung, dass sich die Kontrollstruktur der Gesellschaft ändert.

Bei einem gemischten Angebot (Mixed bid) handelt es sich um eine Kombination von Barangebot und Aktientausch, das heißt, die Aktionäre des Zielunternehmens werden teils in Aktien und teils in bar bezahlt (Rudolph 2006, S. 502).

Die Deutsche Annington hat sowohl bei der Übernahme der Vitus als auch bei der Gagfah-Übernahme die Zahlungsform des Mixed bid genutzt. Den Aktionären der Gagfah S.A. wurden im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebotes für alle Aktien der Gagfah 122,52 Euro in bar sowie 5 neue Aktien der Deutschen Annington für je 14 Gagfah-Aktien geboten (das korrespondiert auf der Finanzierungsseite der Transaktion mit der Sachkapitalerhöhung gegen Gewährung neuer Aktien aus dem genehmigten Kapital). Dies entspricht einer Gesamtgegenleistung von 18 Euro je Gagfah-Aktie und damit einer Prämie von 16,1 Prozent auf den Schlusskurs der Gagfah am 28. November 2014 und von 18,1 Prozent bezogen auf den gewichteten Durchschnittskurs von September bis November 2014. Das freundliche Übernahmeangebot war erfolgreich: Die Deutsche Annington Immobilien SE hat sich damit fast 94 Prozent der Gagfah-Aktien gesichert.

Bei der Übernahme der GSW durch die Deutsche Wohnen handelte es sich dagegen um einen reinen Aktientausch. Die Deutsche Wohnen AG nutzte in der zweiten Jahreshälfte 2013 ihre relativ hohe Prämie auf den NAV dazu, die fast ebenso große, jedoch nur am bzw. leicht über dem NAV notierende, GSW Immobilien AG über eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage zu übernehmen. Für 20 GSW-Aktien wurden als Gegenleistung 51 junge Aktien der Deutsche Wohnen AG angeboten (insgesamt 117,3 Mio. Aktien). Bereits in der ersten Jahreshälfte 2013 hatte die Deutsche Wohnen ihre eigene Aktie als Akquisitionswährung beim Kauf eines Blackstone-Portfolios eingesetzt (Breuer 2014).

Bei der Untersuchung der Übernahmen innerhalb des Sektors ließ sich keine eindeutig bevorzugte Form der Bezahlung ausmachen. Ein reiner Aktienumtausch ohne Barzahlungskomponente wurde wie oben beschrieben nur bei der Übernahme der GSW Immobilien AG durch die Deutsche Wohnen AG praktiziert. Hier war insoweit keine Finanzierung der Transaktion

nötig. Ansonsten lässt sich eine gewisse Präferenz für die Bezahlung in Cash und Aktien feststellen. Eine reine Cash offer war nur in einem Fall erfolgreich (Übernahme der Colonia Real Estate AG durch die TAG Immobilien AG im Jahr 2010).

Die Voraussetzung dafür, dass den Aktionären der Zielgesellschaft ein Angebot in Cash oder Aktien gemacht werden kann, ist in aller Regel eine Kapitalerhöhung. Durch *Kapitalerhöhungen* wird zusätzliches Eigenkapital durch weitere Aktienemissionen entweder zu einem späteren Zeitpunkt nach dem Börsengang oder bereits im Rahmen des Börsengangs geschaffen. Dabei gibt es im Hinblick auf die Platzierung und Preisbildung keine grundlegenden Unterschiede zu den Börsengängen. Die flexiblen Möglichkeiten der Eigenkapitalbeschaffung sind ein wesentlicher Vorteil der Rechtsform der Aktiengesellschaft (Tolkmitt 2007, S. 247). Bei Kapitalerhöhungen nach dem deutschen Aktiengesetz unterscheidet man folgende Formen (Grill / Perczynski 1996, S. 451):

- Kapitalerhöhung gegen Einlagen (§§ 182 ff. AktG)
- Genehmigtes Kapital (§§ 202 ff. AktG)
- Bedingte Kapitalerhöhung (§§ 192 ff. AktG)
- Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln (§§ 207 ff. AktG)

Bei Kapitalerhöhungen steht den Aktionären der deutschen AG oder SE⁷³ ein *gesetzliches Bezugsrecht* zu, das jedoch im Beschluss über die Kapitalerhöhung mit qualifizierter Mehrheit ausgeschlossen werden kann. Der Ausschluss erfordert die Einhaltung bestimmter Formalien (vgl. § 186 AktG) sowie eine sachliche Begründung.

Die (ordentliche) Kapitalerhöhung gegen Einlagen erfolgt durch satzungsändernden Beschluss der Hauptversammlung über Kapitalerhöhungen gegen Bar- oder Sacheinlage mit der erforderlichen Mehrheit. Bei einer solchen Kapitalerhöhung haben die Altaktionäre ein (selbständig handelbares) *Bezugsrecht* zur Wahrung ihrer ihres Kapitalanteils. Soll das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen werden (*nötig bei Aktientauschangeboten im Rahmen von Übernahmeangeboten*), bedarf dieser Beschluss stets einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln der vertretenen Stimmen. Bei der ordentlichen Kapitalerhöhung gegen Einlagen handelt es sich wegen des dafür benötigten Hauptversammlungsbeschlusses um ein vergleichsweise wenig flexibles Finanzierungsinstrument, welches sich nicht für die Ausnutzung günstiger Zeitpunkte für Kapitalerhöhungen an den Kapitalmärkten eignet.

Bei Schaffung genehmigten Kapitals wird der Vorstand ermächtigt, das Kapital gegen Einlagen um einen bestimmten Betrag zu erhöhen. Bei der deutschen SE oder AG kann durch Hauptversammlungsbeschluss mit einer Mehrheit von mindestens drei Vierteln der vertretenen Stimmen für einen Zeitraum von bis zu 5 Jahren ein genehmigtes Kapital von bis zu 50 Prozent des zur Zeit der Ermächtigung vorhandenen Grundkapitals geschaffen werden. Die Hauptversammlung kann außerdem den Bezugsrechtsausschluss beschließen. Das genehmigte Kapital versetzt den Vorstand in die Lage, den günstigsten Zeitpunkt für die Kapitalerhöhung auszunutzen und gibt ihm ein flexibles Finanzierungsinstrument an die Hand (Tolkmitt 2007, S. 247). Das ist besonders auch bei sich bietenden Akquisitionsoptionen vorteilhaft.

⁷³ Für Kapitalerhöhungen der SE gelten die Vorschriften, die im jeweiligen Sitzstaat der SE für Aktiengesellschaften gelten. Eine SE mit Sitz in Deutschland unterliegt also den entsprechenden Regelungen des Aktiengesetzes (§§ 182 ff. AktG). Eine SE kann, wie eine AG, ein bedingtes und ein genehmigtes Kapital haben.

Ein bedingtes Kapital kann bei der SE oder AG nur für die im Aktiengesetz vorgesehenen Zwecke geschaffen werden. Die bedingte Kapitalerhöhung ist zulässig zur Bedienung von Wandlungs- und Bezugsrechten aus Wandel- oder Optionschuldverschreibungen, zur Vorbereitung eines Zusammenschlusses mehrerer Unternehmen oder zur Gewährung von Bezugsrechten an Arbeitnehmer und Geschäftsführungsmitglieder (sogenannte Stock Options). Da der Gläubiger einer Wandel- oder Optionsanleihe ein Wahlrecht zwischen Rückzahlung und Aktienwerb besitzt, ist bei der bedingten Kapitalerhöhung die Höhe des zufließenden Aktienkapitals nur begrenzt kalkulierbar. Das Ausmaß der Kapitalerhöhung wird maßgeblich von der Kapitalmarktsituation und speziell der Aktienkursentwicklung bestimmt (Tolkmitt 2007, S. 247).

Die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln führt zur Umwandlung von offenen Rücklagen in Grundkapital (Passivtausch innerhalb des Eigenkapitals). Die Ausgabe sogenannter „Berichtigungsaktien“ an die Aktionäre führt der Aktiengesellschaft keine neuen Mittel zu (nominelle Kapitalerhöhung im Gegensatz zu einer effektiven Kapitalerhöhung).

Alle Formen von Kapitalerhöhungen sind von den börsennotierten Wohnungsunternehmen eingesetzt worden.

- Die 2010 / 2011 stufenweise erfolgte Übernahme der Colonia Real Estate AG (mit 19.000 Wohnungen) durch die TAG Immobilien AG erforderte insgesamt drei Kapitalerhöhungen aus dem genehmigten Kapital und eine bedingte Kapitalerhöhung.
- Die Deutsche Annington Immobilien SE hat 2013 und 2014 mehrere Kapitalerhöhungen im Wege des genehmigten Kapitals durchgeführt. Die Deutsche Annington nutzt das Instrument des genehmigten Kapitals im maximal möglichen Umfang, um insbesondere flexibel auf Akquisitionsgelegenheiten (DeWAG, Vitus, Gagfah) reagieren zu können. Die Kapitalerhöhung gegen Einlagen bietet diese Flexibilität nicht, da sie entsprechende Hauptversammlungsbeschlüsse voraussetzt. Aus dem genehmigten Kapital wurden mehrfach Kapitalerhöhungen gegen Bar- und Sacheinlagen vorgenommen. Sachkapitalerhöhungen aus dem genehmigten Kapital sind nützlich, um die Aktionäre von Akquisitionszielen teilweise mit Annington-Aktien bezahlen zu können (Transaktionswährung) und auf diese Weise die eigenen Liquiditätsreserven zu schonen.
- Eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln hat die Hauptversammlung der Westgrund AG am 13.06.2014 beschlossen. Das Grundkapital der Gesellschaft wurde durch Umwandlung eines entsprechenden Betrags aus der Kapitalrücklage um gut 3 Millionen Euro erhöht. Die neuen Aktien wurden an die Aktionäre der Gesellschaft im Verhältnis 10:1 ausgegeben. Der Vorstand wollte durch die Ausgabe von Gratisaktien eine Bardividende ersetzen.⁷⁴

Bei den untersuchten Transaktionen wurden sowohl ordentliche Kapitalerhöhungen als auch Kapitalerhöhungen aus dem genehmigten Kapital eingesetzt. Auch das Instrument des bedingten Kapitals wurde im Zusammenhang mit der Bedienung von Wandlungs- und Bezugsrechten genutzt. Eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln wurde in einem Fall zur Schaffung von Gratisaktien durchgeführt.

⁷⁴ Pressemitteilung der Westgrund AG v. 13.06.2014.

Aus genehmigtem Kapital wurden sowohl Bar- (TAG, Westgrund, Deutsche Annington) als auch Sachkapitalerhöhungen für den Aktientausch (TAG, Adler, Deutsche Annington) vorgenommen. Auch bei Barkapitalerhöhungen wurde zum Teil das Bezugsrecht der Aktionäre ausgeschlossen (TAG, Deutsche Annington).

Abgesehen von Kapitalerhöhungen können Übernahmen auch durch die Erlöse aus dem Verkauf von Teilportfolien finanziert werden. Aus bilanzieller Sicht handelt es sich um einen Aktivtausch. Falls Veräußerungsgewinne erzielt werden, verlängert sich die Bilanz in entsprechendem Umfang und das Eigenkapital erhöht sich.

Als Beispiel können die von der Deutschen Annington Immobilien SE im Jahre 2014 übernommenen DeWAG- und Vitus-Portfolios angeführt werden. Der Kaufpreis in Höhe von 2,5 Mrd. Euro einschließlich der Transaktionskosten wurde im Umfang von 350 Mio. Euro aus Verkaufserlösen finanziert. Der Hauptteil der Finanzierung wurde jedoch mit anderen Instrumenten dargestellt (u.a. Aktientausch, Kapitalerhöhung, Hybridanleihe, EMTN-Anleihe). Dass eine Übernahme gänzlich aus Veräußerungserlösen finanziert wurde, konnte nicht beobachtet werden.

3.5.3 Übernahmefinanzierungsstrategien börsennotierter Wohnungsunternehmen im Vergleich

Die von den börsennotierten Wohnungsunternehmen eingesetzten Finanzierungsinstrumente wurden im Hinblick auf Anlässe, Anwendungsgebiete und Einsatzmotive untersucht. Die genannten Instrumente werden von den Unternehmen im Rahmen der jeweiligen unternehmensindividuellen Finanzierungsstrategie überwiegend zur Akquisitionsfinanzierung eingesetzt. Folgende Aspekte sind in diesem Zusammenhang wesentlich:

- Die *instrumentelle Flexibilität*: Die Unternehmensvorstände haben eine Präferenz für Instrumente, die ihnen eine flexible Reaktion bei sich bietenden Akquisitionsmöglichkeiten erlauben. Dabei kommt es ihnen auf die Wahrung ihrer Handlungsfreiheit, kurze Reaktionszeiten, niedrige Transaktionskosten und die Vermeidung der Konsultation von Gremien wie der Hauptversammlung an.
- Das am häufigsten eingesetzte Flexibilisierungsinstrument ist das *genehmigte Kapital*. Dieses Instrument ermöglicht den Vorständen kurzfristige Kapitalerhöhungen ohne Konsultation der Hauptversammlung. Das ist besonders für zukünftige Akquisitionsvorhaben von Bedeutung.
- Das Instrument des genehmigten Kapitals wurde zum Teil mit der Möglichkeit verbunden, das *Bezugsrecht der Altaktionäre auszuschließen*. Mit dem Bezugsrechtsausschluss können die eigenen Aktien im Rahmen von Tauschangeboten als Akquisitionswährung bei der Übernahme von Konkurrenten eingesetzt werden. Insoweit wird der Mittelbedarf aus Maßnahmen der Außenfinanzierung reduziert.
- Die instrumentelle Flexibilität erstreckt sich zumindest bei der Deutschen Annington auch auf die *Fremdkapitalseite*. Das EMTN-Programm ermöglicht dem Unternehmen einen kurzfristigen, flexiblen und transaktionskosteneffizienten Zugang zum Anleihemarkt.
- Die Gesellschaften mit Private Equity-Hintergrund haben nach dem Börsengang größtenteils die unflexiblen CMBS durch unbesicherte Anleihen ersetzt.
- Die Fälligkeitsstrukturen auf den Passivseiten der Bilanzen der börsennotierten Wohnungsunternehmen sind im Vergleich mit den Strukturen aus der Private Equity-Phase ausgewogener, so dass Prolongations- und Zinsänderungsrisiken nur noch in abgeschwächter Form bestehen.

-
- Als professionelle Anleiheemittenten im internationalen Maßstab können nur die Deutsche Annington Immobilien SE und die Grand City Properties S.A. gelten.
 - Die *Unterschiede in den Finanzierungskosten* zwischen den professionellen Emittenten und den mittelständischen Gelegenheitsemitenten von unbesicherten Anleihen sind erheblich. Entsprechende Wettbewerbsvorteile haben die professionellen Emittenten.
 - Die Gesellschaften achten darauf, dass Übernahmetransaktionen die *bilanziellen Kennzahlen* und besonders die bilanziellen Eigenkapitalquoten möglichst wenig beschädigen. Das bedeutet auf der Finanzierungsseite, dass Anleiheemissionen und Kapitalerhöhungen kombiniert werden, um Kennzahlen und Ratings möglichst nicht zu beeinträchtigen.
 - Bei der Akquisitionsfinanzierung bilden die eigenkapitalerhöhenden Maßnahmen den Kern der Finanzierung. Sie werden ergänzt durch Fremdkapitalbausteine (unbesicherte Anleihen, Hybridanleihen, Bridge loans).

4 Die Eigentümerseite der börsennotierten Wohnungsunternehmen

Aufgrund der Börsengänge und des nachfolgenden Aktienhandels unterlag die Eigentümerseite der heute börsennotierten Wohnungsunternehmen einem fundamentalen und fortgesetzten Wandel. Die heutigen Großaktionäre sind überwiegend nicht mit den ehemaligen Primärinvestoren (z.B. Fondsinvestoren) identisch.

Ein wichtiges Untersuchungsziel des Forschungsprojekts ist die Frage nach der Bedeutung der Änderungen in den Kontroll- und Eigentumsverhältnissen für die Wohnungsunternehmen selbst. In diesem Zusammenhang werden in diesem Kapitel unterschiedliche Thesen und Ergebnisse über die Zusammensetzung und das mutmaßliche Verhalten der neuen Eigentümer diskutiert. Es geht darum, ob bei den börsennotierten Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften ein Einfluss der Eigentümer auf die operative Ebene der Unternehmen festgestellt werden kann und ob die Ziele und Mittel der Einflussnahme sich im Vergleich mit der Zeit vor den Börsengängen verändert haben. Die zentrale Ausgangsthese lautet in diesem Zusammenhang, dass sich die unternehmerischen Freiheitsgrade für die Wohnungsunternehmen nach dem Börsengang deutlich erhöht haben.

Zur Bestätigung bzw. Widerlegung der Ausgangsthese werden die Kontroll- und Eigentumsverhältnisse nach den Börsengängen untersucht. Aus den Ergebnissen wird eine Typisierung der Kontrollverhältnisse (Publikums-AG, inhaberkontrollierte AG, majorisierte AG) abgeleitet und deren Veränderung im Zeitverlauf dargestellt. Diese Typisierung soll Hinweise auf die Intensität des Einflusses der Aktionäre insgesamt wie auch von Aktionärsgruppen (Fest- und Streubesitz) geben.

Zur Annäherung an die Ziele und die Verhaltenstypik der neuen Aktionärsgruppen werden die bei den börsennotierten Wohnungsunternehmen engagierten institutionellen Investorengruppen typisiert (z.B. Hedgefonds, Pensionsfonds, Staatsfonds) und nach Herkunft, Beteiligungshöhe und Haltezeit klassifiziert. Darüber hinaus wird eine Einschätzung der Anlage- und Portfoliostrategien einzelner wichtiger institutioneller Aktionäre vorgenommen, die stellvertretend für die relevanten Investorengruppen stehen. Aufgrund von Charakterisierungen als ruhige und solide Großaktionäre, die ein Gegenmodell zu den Finanzinvestoren darstellen und auch dazu beitragen, dass Übernahmen reibungslos verlaufen (Schumacher / Fehr 2014) oder als an nachhaltigen Kurs- und Dividendensteigerungen interessierte Eigentümer, die auch auf die Rendite schauen⁷⁵ wurde geprüft, ob Wohnimmobilienaktien tatsächlich besonders für Investoren aus einem hochregulierten Umfeld mit einer geringen Risikobereitschaft und einem langen Zeithorizont besonders interessante Anlagen darstellen.

Die wichtigsten Ergebnisse im Überblick

In fast allen Fällen haben sich nach den Börsengängen die *Kontrollverhältnisse* entscheidend geändert (Abschnitt 4.1). Die Börsengänge und der nachfolgende Aktienhandel haben dazu geführt, dass die ehemals dominierenden Eigentümer ihre Beteiligungen so weitgehend reduziert haben, dass aktuell die Publikumsaktiengesellschaften, d.h. Gesellschaften ohne beherrschende Aktionäre und mit mehr als 50 Prozent Streubesitzanteil, dominieren. Die wichtigsten börsennotierten Wohnungsunternehmen weisen heute *Streubesitzquoten* von über 80 Prozent auf.

⁷⁵ Buchter 2015 in Bezug auf Sun Life, Norges Bank, The Capital Group und BlackRock.

Aus theoretischer Sicht („rationale Apathie“ von Kleinaktionären, siehe Abschnitt 4.1.1) kann davon ausgegangen werden, dass sich mit einer hohen Streubesitzquote die unternehmerische Handlungsfreiheit der Unternehmensorgane bei den untersuchten Wohnungsunternehmen aufgrund einer insgesamt geringeren Kontrollintensität der Aktionäre erhöht hat. Diese Überlegungen decken sich mit den Expertengesprächen sowie mit öffentlichen und privaten Äußerungen von Unternehmensvorständen.

Auf der anderen Seite bewegen sich börsennotierte Wohnungsunternehmen und ihre Vorstände in einem hochtransparenten Umfeld (Berichtspflichten, Ratings ihrer Anleiheemissionen, Aktienanalysen), das Defizite in der Performance sanktioniert. Die Überlegungen zum „Markt für Unternehmenskontrolle“ bieten hierzu den theoretischen Bezugsrahmen (Abschnitt 3.4.3).

Bei der Analyse der Investorengruppen nach ihrer Bedeutung und Herkunft in Abschnitt 4.1.3 wird deutlich, dass die Marktkapitalisierung des gesamten Wohnungsaktiensegmentes im Jahr 2015 insbesondere von Vermögensverwaltungen (9,5 Prozent), Investmenthäusern (7,2 Prozent) und Staatsfonds (4,6 Prozent) geprägt wird. In den letzten sechs Jahren hat der Anteil der Vermögensverwaltungen an der gesamten Marktkapitalisierung ebenso überdurchschnittlich zugelegt wie der der Staatsfonds. Aber auch die Versicherungen haben überdurchschnittliche Wachstumsraten erzielt. Im Hinblick auf die Herkunftsländer und -regionen halten Investoren (insbesondere Investmenthäuser und Pensionsfonds) aus Nordamerika den größten Anteil. Institutionelle Aktionäre aus Deutschland sind dagegen mit deutlich geringeren Anteilen bei den untersuchten börsennotierten Wohnungsunternehmen engagiert.

Im Hinblick auf ihre Anlage- und Portfoliostrategien (Abschnitt 4.3) sind die Investoren mit größeren Beständen von Wohnimmobilienaktien eine heterogene Gruppe. Die Analyse hat ergeben, dass die Aktien von Wohnungsunternehmen zu sehr unterschiedlichen Risikoeinstellungen und Zeithorizonten von Investoren passen. Besonders bedeutsam für die untersuchten börsennotierten Wohnungsunternehmen sind allerdings Akteure mit einem langen Zeithorizont (sogenannte „Ankeraktionäre“). Außerdem passen sich Wohnungsaktien in ganz unterschiedliche Portfoliostrategien ein. Die Analyse zeigt, dass sie sowohl in Portfolios mit einer breiten Risikostreuung als auch in fokussierten Anlageportfolios vertreten sind. Insgesamt kann als Ergebnis die These formuliert werden, dass Wohnimmobilienaktien für Investoren aus einem hochregulierten Umfeld mit einer geringen Risikobereitschaft und einem langen Zeithorizont besonders interessante Anlagen darstellen. Es lässt sich auch ableiten, dass sich die überwiegend langfristigen Strategien der Investoren auch in den Strategien und Geschäftsmodellen der untersuchten Wohnungsunternehmen widerspiegeln dürften, d.h. die Anlagestrategien der Investoren haben insoweit auch indirekte Auswirkungen auf das operative Verhalten und die Strategien der börsennotierten Wohnungsgesellschaften.

4.1 Kontrollverhältnisse der börsennotierten Wohnungsunternehmen

4.1.1 Abgrenzung und Bedeutung unterschiedlicher Aktionärstypen

Grundsätzlich können Aktionäre anhand des Anteils der von ihnen gehaltenen Stammaktien am Grundkapital der Gesellschaft in *Haupt-, Groß- und Kleinaktionäre* unterteilt werden. Hauptaktionäre halten mehr als 50 Prozent der Aktien und sie können damit die Unternehmensführung wesentlich beeinflussen. Als Großaktionäre werden Aktionäre bezeichnet, die min-

destens 10 Prozent der Aktien einer AG halten. Unterhalb einer Beteiligungsschwelle von 5 Prozent spricht man von Kleinaktionären. Dabei handelt es sich oft um Privatpersonen. Aufgrund ihrer niedrigen Beteiligungsquote sind ihre Einflussmöglichkeiten auf die Geschäftspolitik gering.⁷⁶ Der Begriff des „Paketaktionärs“ ist weiter gefasst und schließt alle Aktienpakete oberhalb der Streubesitzschwelle von 5 Prozent ein. Paketaktionäre, die ihre Aktien im Rahmen einer langfristig angelegten Portfoliostrategie über mehrere Jahre halten, bezeichnet man als „Ankeraktionäre“.

Je nach der Beteiligungsquote am Nominalkapital unterscheidet man verschiedene Arten von Beteiligungen nach dem Kriterium des Einflusspotentials. Eine *Sperrminorität* liegt abhängig von Satzungen und Gesellschaftsverträgen bei Beteiligungsquoten zwischen 25 und 50 Prozent vor. Vielfach ist in diesen Dokumenten für besonders wichtige Beschlüsse eine qualifizierte Mehrheit von 75 Prozent vorgesehen. Mit der Sperrminorität kann ein Aktionär Beschlüsse (z.B. Satzungsänderungen) blockieren, die eine solche qualifizierte Mehrheit erfordern. Ein *Hauptaktionär* mit einer Beteiligungsquote von mehr als 50 Prozent kann Beschlüsse, für die eine einfache Mehrheit vorgesehen ist, herbeiführen oder verhindern. Eine *qualifizierte Mehrheitsbeteiligung* besteht bei Beteiligungsquoten zwischen 75 und 95 Prozent. In diesem Fall kann der Aktionäre Beschlüsse herbeiführen oder verhindern, die eine qualifizierte Mehrheit erfordern. Eine *Eingliederungsbeteiligung* (auch Squeeze-out-Beteiligung) liegt bei Beteiligungsquoten zwischen 95 und 100 Prozent vor. Sie ermöglicht den Ausschluss von Minderheitsaktionären.

Eine wichtige Kennzahl des Aktienhandels ist der Anteil der für den Aktienhandel zur Verfügung stehenden Aktien einer AG, der sogenannte *Streubesitz* („Free Float“). Dieser hat die Vermutung einer höheren Marktliquidität für sich, weil die Aktien der Kleinaktionäre in der Regel häufiger umgeschlagen werden als die der Paketaktionäre. Nach der Definition der Deutschen Börse gelten alle Anteile eines Anteilseigners, die kumuliert mindestens 5 Prozent des auf eine Aktiengattung entfallenden Grundkapitals einer Gesellschaft ausmachen, als *Festbesitz*.⁷⁷ Dagegen gelten Anteile, die von Vermögensverwaltern und Treuhandgesellschaften, Fonds und Pensionsfonds oder Kapitalanlagegesellschaften in ihrem jeweiligen Sondervermögen mit kurzfristigen Anlagestrategien gehalten werden, erst als Festbesitz, wenn der Anteil am Grundkapital der Gesellschaft 25 Prozent übersteigt. Alle Beteiligungen, die nicht unter die Festbesitzdefinition fallen, gelten als Streubesitz.

Die Zahl der Haupt- und Großaktionäre und die Höhe des Streubesitzes fallen bei den untersuchten börsennotierten Wohnungsunternehmen im Zeitverlauf sehr unterschiedlich aus, ebenso wie die Höhe der von den Haupt- und Großaktionären gehaltenen Anteile. Dabei prägen die Beteiligungsverhältnisse die Kontrollverhältnisse und damit die Möglichkeiten zur Durchsetzung der Interessen der Aktionäre. Eine hohe Streubesitzquote lässt im Allgemeinen eine geringere Kontrollintensität und damit ein höheres Maß an unternehmerischer Handlungsfreiheit der Corporate Governance-Organen erwarten (siehe dazu die Diskussion in Abschnitt 4.1.3).

⁷⁶ Es gibt in Deutschland vier Interessengemeinschaften von Kleinaktionären, die auf den Hauptversammlungen die Stimmen der Kleinaktionäre bündeln und so versuchen, den Einfluss der Kleinaktionäre zu vergrößern: Dachverband der kritischen Aktionärinnen und Aktionäre e.V., Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V., Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V., VIP Vereinigung institutioneller Privatanleger e.V.

⁷⁷ Das schließt auch Anteile ein, die die Familie des Anteilseigners besitzt, für die ein Pooling vereinbart wurde, die von einem Dritten für Rechnung des Anteilseigners verwaltet oder verwahrt werden oder die einem Unternehmen gehören, das der Anteilseigner kontrolliert.

Unter den Haupt- und Großaktionären sind die Initiatoren der Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften und der Börsengänge („Primärinvestoren“) nur noch schwach repräsentiert. Die meisten Primärinvestoren haben ihre Investments bereits liquidiert. Als Ausnahmen sind hier nur zu nennen:

- Die US-Investmentfirma Mezzanine IX Investors L.P. ist bei Adler Real Estate im Jahr 2005 mit 88,8 Prozent eingestiegen und hat ihren Aktienanteil nachfolgend kontinuierlich verringert. Ende 2015 hielt sie als Großaktionär aber immer noch 21,8 Prozent der Adler-Aktien.
- Die britische Investmentfirma Edolaxia Limited war 2014 und 2015 mit knapp 33 Prozent an GCP beteiligt.
- Die bei der Buwog AG engagierte Immofinanz AG hielt zum 31.12.2015 einen Aktienanteil von 28,6 Prozent (Vorjahr 49 Prozent).
- Die Vonovia ist das größte einzelne Aktieninvestment in dem über 18 Mrd. Pfund schweren Investment-Portfolio des Wellcome Trust, der bei der Deutschen Annington (wie auch der Hedgefonds Lansdowne) auch bereits in der Private Equity-Phase als Fondsinvestor engagiert war.
- Die Akelius Residential AB wird seit ihrer Gründung von einer wohltätigen Stiftung ihres Gründers Roger Akelius kontrolliert (Abschnitt 5.6.2).

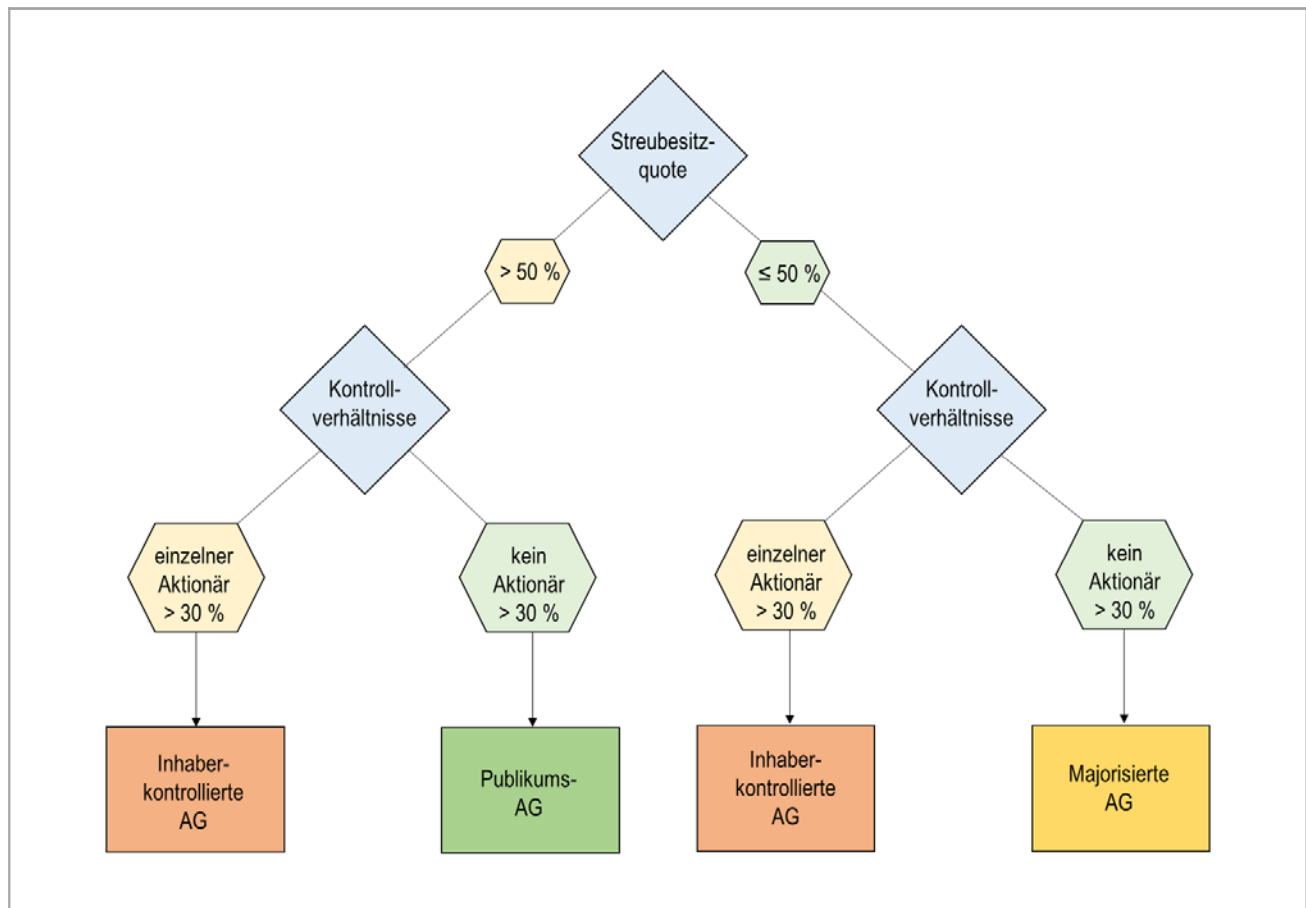
Besonders schnell haben sich die meisten Primärinvestoren nach den Börsengängen aus den vormals Private Equity-gesteuerten Wohnungsunternehmen zurückgezogen. Eine Ausnahme bildet hier das Private Equity-Haus Fortress, dessen Fonds erst sieben Jahre nach dem Börsengang und über 10 Jahre nach dem Einstieg bei der Gagfah S.A. wieder vollständig ausgestiegen waren. Die für einen Finanzinvestor lange Haltezeit dürfte nicht zuletzt auf die Finanzmarktkrise und ihre Folgen zurückzuführen sein. Der Kurs der Gagfah-Aktie war zusammen mit den Kursen vieler anderer Immobilienaktien nach dem Börsengang immer weiter gefallen, wodurch lange keine Gelegenheit für einen profitablen Exit der Fortress-Fonds gegeben war.

4.1.2 Typisierung der börsennotierten Wohnungsunternehmen nach Kontrollverhältnissen

Für die nähere Untersuchung der sich ändernden Eigentums- und Kontrollverhältnisse wurden die börsennotierten Wohnungsunternehmen nach ihren jeweiligen Kontrollverhältnissen typisiert. Anhand der Kriterien Streubesitzquote und kontrollierender Einfluss eines einzelnen Aktionärs mit mehr als 30 Prozent Beteiligungsquote⁷⁸ wurden drei verschiedene Kategorien gebildet: Publikums-AG, inhaberkontrollierte AG und majorisierte AG.

⁷⁸ Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) definiert Kontrolle als das Halten von 30 Prozent am Grundkapital (§ 29 Abs. 2 WpÜG) und Übernahmeangebote als auf den Erwerb der Kontrolle ausgerichtet (§ 29 Abs. 1 WpÜG). Begründet wird dies unter anderem damit, dass bei dieser Beteiligungsquote angesichts der üblichen Hauptversammlungspräsenzen börsennotierter deutscher Unternehmen in den meisten Fällen eine Hauptversammlungsmehrheit bestehe (kritisch zu diesem Kontrollbegriff Cahn 2011). Auch das österreichische Übernahmegesetz definiert eine Beteiligung mit über 30 Prozent der Stimmrechte als Kontrollmehrheit.

Abbildung 10: Typisierung von börsennotierten Wohnungsunternehmen nach Kontrollverhältnissen



Quelle: eigene Darstellung

Die Zuordnung der untersuchten börsennotierten Wohnungsunternehmen zu diesen drei Typen zeigt Tabelle 10. Von den neun Kernakteuren waren zum 31.12.2015 sieben als Publikums-Aktiengesellschaft zu klassifizieren.⁷⁹ Bei der Grand City Properties S.A. hält der Primärinvestor weiterhin mehr als 30 Prozent der Aktien, doch liegt die Streubesitzquote über 50 Prozent. Akelius wird als inhaberkontrollierte AG von der Stiftung ihres Gründers beherrscht, die 90 Prozent der Aktien besitzt.

Allerdings haben sich im Zeitverlauf die Kontrollverhältnisse sehr verändert (Tabelle 10). Die Börsengänge haben in den meisten Fällen die Transformation von einer inhaberkontrollierten zu einer Publikums-Aktiengesellschaft eingeleitet. Die wichtigsten Gesellschaften weisen heute Streubesitzquoten von über 80 Prozent auf. Mit dieser Änderung der Kontrollverhältnisse haben die unternehmerischen Freiheitsgrade der Unternehmensorgane deutlich zugenommen (Abschnitt 4.1.3).

⁷⁹ Die GSW Immobilien AG, die Colonia Real Estate AG und die KWG Kommunale Wohnen AG fallen aufgrund der Kontrolle durch andere börsennotierte Wohnungsunternehmen in die Kategorie der inhaberkontrollierten AG. Das beherrschende Unternehmen hält hier jeweils mehr als 75 Prozent der Aktien und der Streubesitzanteil ist vergleichsweise gering.

Code	Unternehmen	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
P1	Gagfah							InkAG	InkAG	InkAG	InkAG	InkAG	InkAG	InkAG	InkAG	PAG	InkAG
P2	GSW												PAG	PAG	PAG	InkAG	InkAG
P3	LEG														InkAG	PAG	PAG
P4	Deutsche Annington														InkAG	PAG	PAG
I1	TAG			PAG	PAG	PAG	InkAG	PAG	PAG	PAG	PAG	PAG	PAG	PAG	PAG	PAG	PAG
I2	Adler						InkAG	InkAG	InkAG	InkAG	InkAG	InkAG	InkAG	InkAG	InkAG	InkAG	PAG
A1	Deutsche Wohnen	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	PAG	PAG	PAG	PAG	PAG	PAG	PAG
A2	conwert			k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	PAG	PAG	PAG	PAG	PAG	PAG	PAG	PAG
A3	GCP													InkAG	InkAG	InkAG	InkAG
A4	Buwog															InkAG	PAG

Tabelle 10: Veränderung der Kontrollverhältnisse der börsennotierten Wohnungsunternehmen im Zeitablauf

Legende: PAG = Publikums-Aktiengesellschaft; InkAG = Inhaberkontrollierte Aktiengesellschaft

4.1.3 Einschätzung der unternehmerischen Handlungsspielräume aufgrund der gewandelten Kontrollverhältnisse

Die beobachteten Streubesitzquoten von über 80 Prozent bei den großen börsennotierten Wohnungsunternehmen sind verglichen etwa mit den im DAX 30 erfassten Gesellschaften eine normale Größenordnung. Derart hohe Streubesitzanteile eröffnen den Unternehmensorganen und besonders den Vorständen allerdings große Spielräume für eigenständiges unternehmerisches Handeln und die Verfolgung eigener Ziele, da sich die Interessen von Kleinaktionären nur schwer bündeln und organisieren lassen. Aufgrund von Effizienzüberlegungen tendieren Kleinaktionäre dazu, sich passiv zu verhalten und sich als Trittbrettfahrer auf die Kontrolle des Unternehmens durch die Groß- und Paketaktionäre zu verlassen. Dieses effizienzorientierte Verhalten der Kleinaktionäre wird in der Fachliteratur mit dem Terminus der „rationalen Apathie“ beschrieben (siehe dazu Fritsch 2014, S. 31 f.). Danach sind Kleinaktionäre weniger gut informiert als Paketaktionäre und sie versuchen auch kaum, den Kurs des Unternehmens zu beeinflussen. Als Folge dieses Verhaltens nimmt die Kontrollintensität bei einer hohen Streubesitzquote ab und die unternehmerische Handlungsfreiheit der Corporate Governance-Organen entsprechend zu. Die Unternehmensorgane verhalten sich weniger als Agenten der Eigentümerinteressen der Kleinaktionäre („Principal-Agent-Problem“⁸⁰) und der Einfluss der Großaktionäre kann sich erhöhen (Kehren 2007, S. 1-3).

Auf eine deutliche Zunahme der unternehmerischen Freiheitsgrade als Folge der Börsengänge und der nachfolgenden Aktienverkäufe der Primärinvestoren deuten auch die von Vorstandsmitgliedern und Aktienanalysten anlässlich von Expertengesprächen zu diesem Aspekt getroffenen Aussagen: Der Renditeanspruch sei nun geringer und das Management verfüge über deutlich mehr unternehmerische Freiheitsgrade. Rolf Buch, der Vorstandsvorsitzende der Deutschen Annington betonte den Aspekt des Zugewinns an unternehmersicher Freiheit auf der Hauptversammlung 2014 (siehe dazu auch DIE ZEIT Nr. 37/2015 v. 10.09.2015): „Der erfolgreiche Börsengang im letzten Jahr war ein wichtiger Meilenstein für unser Unternehmen. Er erhöht unsere Freiheitsgrade und Gestaltungsmöglichkeiten in vielfacher Hinsicht. (...) Ganz wesentlich sind darüber hinaus die damit verbundenen neuen Gestaltungsmöglichkeiten, unser Unternehmen als größtes deutsches Wohnungsunternehmen weiterzuentwickeln und unserer Verantwortung als Marktführer gerecht zu werden.“

Das heißt aber nicht, dass kein Einfluss der Aktionäre auf die Geschäftspolitik mehr vorhanden wäre und die Vorstände völlig ungebunden agieren können. Auch unorganisierte nicht vollständig informierte Kleinaktionäre handeln im Zweifel rational und bevorzugen Aktien, von denen sie sich bei vergleichbarem Risiko höhere Dividenden und Wertsteigerungen versprechen. Da Performancedefizite Kursverluste auch aufgrund der Aktienverkäufe von Kleinaktionären nach sich ziehen, unterliegen auch die Vorstände von Publikums-Aktiengesellschaften einem hohen Performancedruck. Sie bewegen sich in einem hochtransparenten Umfeld und Performancedefizite ziehen Sanktionen durch den Markt für Unternehmenskontrolle nach sich (Fritsch 2014, S. 31 f.).

Die Handlungsfreiheit der Corporate Governance-Organen der Gesellschaften wird außerdem dadurch beschränkt, dass eine ganze Reihe von institutionellen Investoren größere Aktienpakete an den börsennotierten Wohnungsunternehmen hält

⁸⁰ Dabei ist der „Prinzipal“ der Auftraggeber (hier: der Aktionär) und der „Agent“ der von ihm Beauftragte (hier: die Unternehmensorgane). Der Agent verfügt normalerweise einen Wissensvorsprung (Informationsasymmetrie), der ihm Spielräume eröffnen kann, sich zu Ungunsten der Interessen des Prinzipals zu verhalten. Inwieweit solche Spielräume entstehen können ist eine Frage der Effizienz des Corporate Governance-Systems.

und auf ihre Interessen Rücksicht genommen werden muss. Diese Aktionäre schalten sich *ereignisbezogen* in die Strategiediskussion ein oder sie werden von den Gesellschaften gezielt angesprochen. Das gilt in besonderem Maße bei Übernahmeangeboten. Zusammenschlüsse werden in der Regel im Einvernehmen mit den Großaktionären vorbereitet (sogenanntes „Presounding“ mit temporärer Schweigepflicht der Gesprächspartner). Die Großinvestoren bringen sich mit Ratschlägen zu den Akquisitionen und den entsprechenden Finanzierungsmaßnahmen ein. Meistens gibt es eine beachtliche Schnittmenge unter den Aktionären der Fusionspartner.⁸¹

Außerdem werden laut den befragten Vorstandsmitgliedern und Experten gegebenenfalls „kritische Themen“ vor anstehenden Hauptversammlungen mit den Großinvestoren geklärt. Strategiediskussionen mit den Großinvestoren gebe es aber nicht: Der Vorstand bietet den Investoren ein bestimmtes Geschäftsmodell an. Wenn es sie nicht überzeugt, dann investieren sie anderswo.

Davon abgesehen nehmen Großaktionäre, die sich langfristig an ein Unternehmen binden (sogenannte „Ankeraktionäre“), auch *indirekt* Einfluss auf die verfolgten Strategien und Geschäftsmodelle. So ist der Wellcome Trust nach eigenen Angaben ein ausgesprochener Langfristinvestor, der das Ausreifen langfristiger Geschäftsmodelle abwarten kann (Abschnitt 4.3). Unternehmen, deren Eigentumsverhältnisse von solchen Investoren geprägt sind, werden weniger Neigung verspüren, ihren Beitrag zum „Quartalskapitalismus“ zu leisten. Umgekehrt agieren Unternehmen, deren Aktionärskreis von Hedgefonds und anderen kurzfristig orientierten Investoren dominiert wird, entsprechend kurzfristiger.

Der Unterschied gegenüber der Situation vor den Börsengängen liegt also weniger darin, dass nun der Performancedruck geringer geworden wäre. Der Hauptunterschied besteht darin, dass die Corporate Governance-Organe von Publikumsaktiengesellschaften relativ souverän darüber entscheiden können, mit welchen Strategien und Werthebeln sie die Performance und den Aktienkurs zu beeinflussen versuchen, so lange sie damit erfolgreich sind. Das ist bei einer inhaberkontrollierten Gesellschaft meistens nicht der Fall. Die Private Equity-Fonds haben vor den Börsengängen den Kurs ihrer Beteiligungsunternehmen aktiv bestimmt (besonders auch die Akquisitionspolitik) und zum Teil sogar Vorstandsmitglieder und -vorsitzende aus ihren Reihen gestellt.⁸²

4.2 Eigentumsverhältnisse nach Investorentypen

Die Aktien der börsennotierten Wohnungsunternehmen werden von den institutionellen und privaten Anlegern gekauft, gehalten und verkauft. Über die privaten Anleger gibt es aufgrund ihrer geringen Beteiligungsquoten keine Informationen, so dass sich die Darstellung auf die institutionellen Anleger konzentriert.⁸³ Diese wurden typisiert, um die Frage beantworten zu können, welche Investorengruppen sich in deutschen Wohnungsaktien engagieren und indirekt oder ereignisbezogen Einfluss auf die Gesellschaften ausüben können.

⁸¹ Als 2013 die Deutsche Wohnen die GSW übernahm, waren Sun Life Financial, BlackRock und Norges Bank auf beiden Seiten beteiligt. Sie verkauften die GSW-Aktien quasi an sich selbst (Schumacher / Fehr 2014).

⁸² Manager magazin v. 20.03.2009.

⁸³ Kennzeichen der institutionellen Anleger sind neben den hohen Investitionsvolumina auch die Verwaltung und die Anlage eigener und fremder Kapitalien mit einem hohen Spezialisierungs- und Professionalisierungsgrad (Nicolai / Thomas 2004).

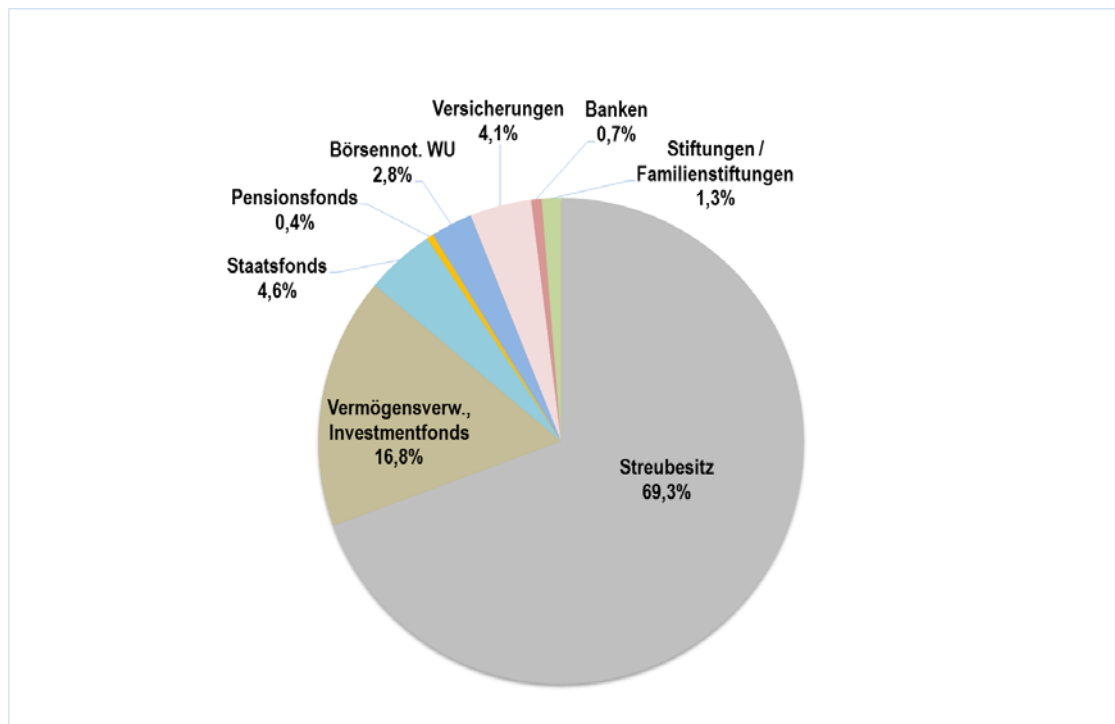
Die Einteilung der Investoren lehnt sich an die Analysen der Deutschen Bundesbank⁸⁴ zur Aktionärsstruktur an (Tabelle 11). Außerdem wurden die Herkunftsländer der Investoren erfasst.

Tabelle 11: Klassifizierung der Investorentypen

Nichtfinanzielle Institutionelle Investoren	Stiftungen, Familienstiftungen
Finanzielle Institutionelle Investoren	Banken, Investmentfonds und Vermögensverwaltungen, Versicherungen
Sonstige finanzielle institutionelle Investoren	Treuhandgesellschaften, Beteiligungsgesellschaften, Pensionsfonds / -kassen, Staatsfonds oder deren Finanzagenturen, Private Equity-Gesellschaften, Börsennotierte Wohnungsunternehmen

Die Analyse der einzelnen Investorentypen im Kapitalmarktsegment der börsennotierten Wohnungsunternehmen erfolgte auf der Grundlage der Anteile an der Marktkapitalisierung. Zum 31.12.2015 konnten 30,7 Prozent der Gesamtkapitalisierung verschiedenen institutionellen Investoren zugeordnet werden. Die restlichen 69,3 Prozent der Eigentumsanteile sind Streubesitz jenseits der meldepflichtigen Schwellenwerte⁸⁵ (Streubesitzanteil 2013: 51,7 Prozent).

Abbildung 11: Anteile Investorengruppen an der Marktkapitalisierung börsennotierter Wohnungsunternehmen 2015



Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, eigene Darstellung

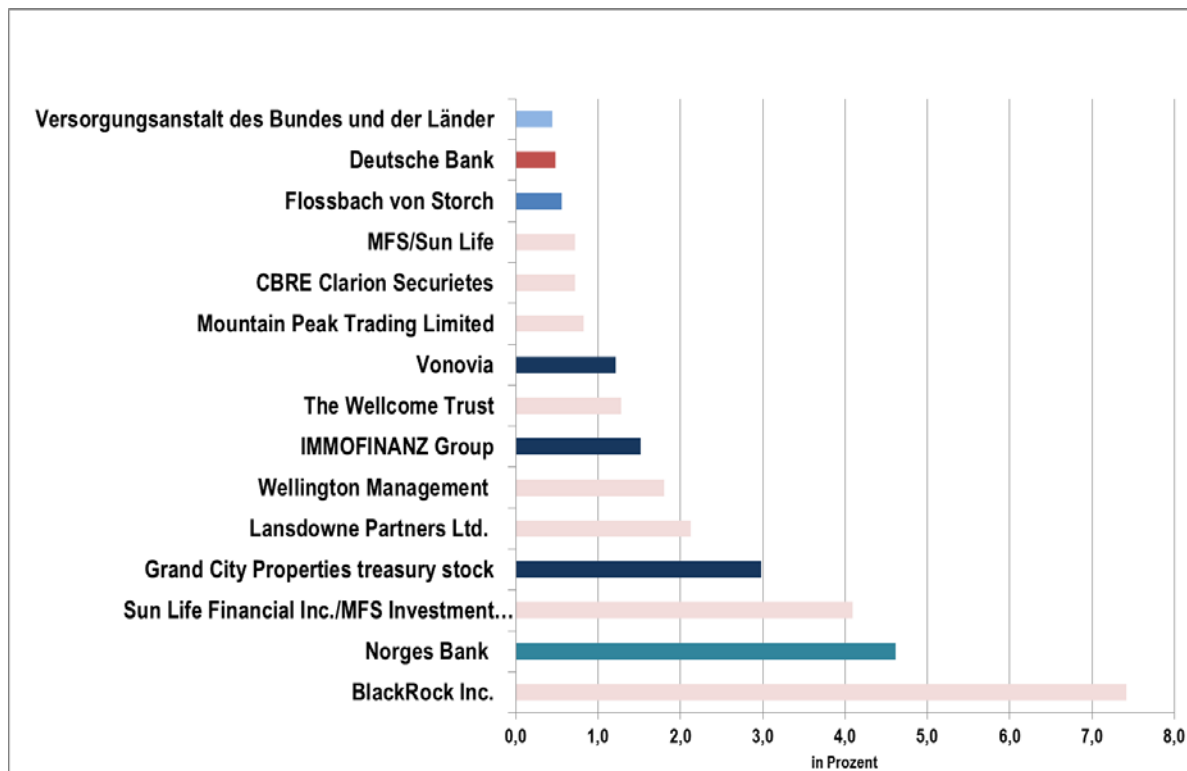
⁸⁴ In § 31a Abs. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes (WphG) findet sich eine relativ feine Einteilung professionellen Wertpapierkunden, die für den Untersuchungsansatz aber zu kleinteilig ist.

⁸⁵ Für die keine Angaben vorhanden sind. Die Analyse und Interpretation der Eigentümerstrukturen bezieht sich somit nur auf die bekannte Teilmenge der Aktionäre mit Anteilen jenseits der meldepflichtigen Schwellenwerte. In sehr geringem Umfang sind in der Prozentangabe zum Streubesitz Anteile von bekannten, aber nicht kategorisierten Investoren enthalten.

Unter den bekannten Aktionären halten Vermögensverwaltungen und Investmentfonds mit 16,8 Prozent den größten Anteil der Wohnungsaktien, gefolgt von den Staatsfonds mit 4,6 Prozent und den Versicherungen mit 4,1 Prozent. 2015 waren 3 börsennotierte Gesellschaften von anderen börsennotierten Wohnungsunternehmen beherrscht.⁸⁶

Zum Teil dominieren einzelne Investoren die jeweilige Investorengruppe (Abbildung 12). Unter den TOP 15-Investoren der börsennotierten Wohnungsunternehmen sind viele Investmentfirmen. Die den Vermögensverwaltungen und Investmentfonds zuzurechnende BlackRock Inc. hielt 2015 als größter institutioneller Investor Wohnungsaktien im Wert von 2.638 Mio. Euro. Das entspricht 7,5 Prozent der gesamten Marktkapitalisierung dieses Börsensegmentes. Engagements bestehen seit 2013 bei der LEG (2015: 885 Mio. Euro) und seit 2014 auch bei der Deutschen Annington bzw. ihrem Nachfolger Vonovia (2015: 1.083 Mio. Euro). Hinzu kamen in den Jahren 2013 und 2014 kleinere Beteiligungen an der TAG. Der Anteil des norwegischen Staatsfonds an der gesamten Marktkapitalisierung fällt mit 4,6 Prozent deutlich geringer aus. Die Norges Bank ist seit 2013 an der Vonovia und der Deutsche Wohnen beteiligt und hat ihr Engagement seitdem kontinuierlich gesteigert. Der drittgrößte Investor ist die kanadische Versicherung Sun Life. Seit 2009 hat sie ihr Gesamtengagement in deutschen Wohnungsaktien von 27,4 auf 1.457 Mio. Euro erhöht. Das größte Einzelinvestment von Sun Life besteht bei der Deutsche Wohnen (859 Mio. Euro). Die Engagements bei Vonovia und TAG liegen bei 412 bzw. 185 Mio. Euro.

Abbildung 12: TOP 15 Investoren 2015 – jeweiliger Anteil an der gesamten Marktkapitalisierung (35.582 Mio. €)



Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, eigene Darstellung

⁸⁶ In Höhe von 79 Prozent (TAG Immobilien AG an Colonia Real Estate AG), 80 Prozent (conwert Immobilien Invest SE an Kommunale Wohnen AG) und 92 Prozent (Deutsche Wohnen AG an GSW Immobilien AG). Ohne Prelios S.P.A., Speymill Deutsche Immobilien Company Plc, FDL, Kommunale Wohnen AG und Grand City Properties S.A.

Im Laufe der Zeit haben sich die Anteile der verschiedenen Investorengruppen an der gesamten Marktkapitalisierung deutlich geändert (Tabelle 12). Die Bedeutung der Vermögensverwaltungen und Investmentfonds hat zwischen 2010 und 2015 spürbar zugenommen (von 13,3 auf 16,8 Prozent). Überdurchschnittliche Zuwächse waren auch beim Investorentyp Staatsfonds zu beobachten (von 0 auf 4,6 Prozent). Diese sind hauptsächlich dem wachsenden Engagement des norwegischen Staatsfonds zuzuschreiben.⁸⁷ Der dritte Investorentyp mit einem überdurchschnittlichen Zuwachs im Segment der Wohnungsaktien sind die Versicherungen. Die Versicherungen konnten ihren Anteil an der gesamten Marktkapitalisierung von 2,5 Prozent (2010) auf 4,1 Prozent (2015) steigern. Die Private Equity-Fonds waren abgesehen vom Engagement der Fortress-Fonds bei der Gagfah S.A. nicht lange über die Zeitpunkte der Börsengänge hinaus investiert. Der Anstieg ihres Anteils im Jahr 2013 und der abrupte Rückgang im darauffolgenden Jahr ist eine Folge des Börsengangs der Deutschen Annington und der anschließenden Umplatzierung der Aktien. Die gesamte Marktkapitalisierung hat sich im Zeitraum 2010-2015 von 3,7 Mrd. Euro auf 35,6 Mrd. Euro erhöht, sich also beinahe verzehnfacht. Der größte Teil der Marktkapitalisierung (69,3 Prozent im Jahr 2015) ist jedoch Streubesitz, der keinen Einzelinvestoren zugeordnet werden kann.

⁸⁷ Die Staatsfonds aus Singapur und Abu Dhabi haben ihre Beteiligungen an GSW, Colonia Real Estate und Deutscher Annington veräußert.

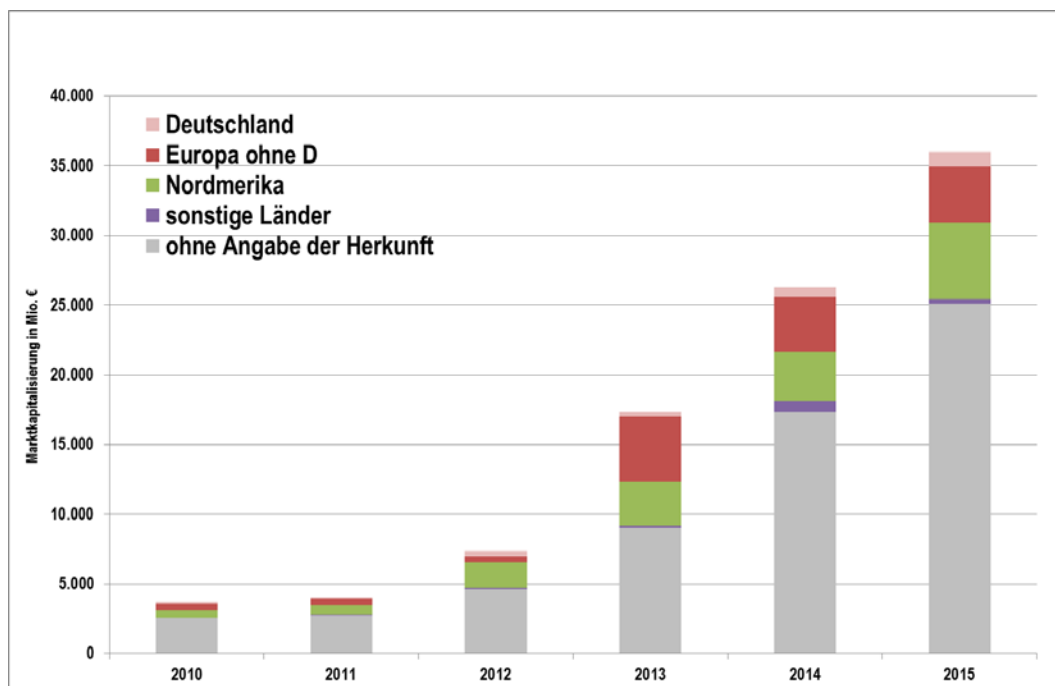
Tabelle 12: Anteile der Investorengruppen an der gesamten Marktkapitalisierung 2010-2015

Investorengruppe	2010 Mio. €	2010 %	2011 Mio. €	2011 %	2012 Mio. €	2012 %	2013 Mio. €	2013 %	2014 Mio. €	2014 %	2015 Mio. €	2015 %	2010-2015 Δ Prozent- punkte
Vermögensverw., Investmentfonds	489	13,3	751	18,9	1.364	18,8	2.454	14,3	4.154	16,3	5.961	16,8	3,5
Staatsfonds	0	0,0	57	1,4	100	1,4	536	3,1	1.631	6,4	1.643	4,6	4,6
Private Equity-Fonds	428	11,6	279	7,0	533	7,3	4.361	25,4	0	0,0	0	0,0	-11,6
Pensionsfonds	29	0,8	96	2,4	182	2,5	126	0,7	290	1,1	159	0,4	-0,3
Börsennot. WU	64	1,7	31	0,8	35	0,5	23	0,1	825	3,2	993	2,8	1,1
Beteiligungs- gesellschaften	0	0,0	0	0,0	62	0,9	0	0,0	174	0,7	0	0,0	0,0
Versicherungen	93	2,5	142	3,6	249	3,4	506	2,9	1.193	4,7	1.457	4,1	1,6
Banken	46	1,2	0	0,0	0	0,0	105	0,6	71	0,3	246	0,7	-0,6
Stiftungen / Familienstiftungen	0	0,0	0	0,0	191	2,6	188	1,1	674	2,6	456	1,3	1,3
Streubesitz	2.543	68,9	2.613	65,9	4.541	62,6	8.887	51,7	16.502	64,7	24.668	69,3	0,4
Summe	3.691	100,0	3.968	100,0	7.257	100,0	17.185	100,0	25.514	100,0	35.583	100,0	

Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen; eigene Darstellung

Den höchsten Anteil an der Marktkapitalisierung im Wohnungssegment hatten mit 15,3 Prozent im Jahr 2015 Investoren aus Nordamerika, wobei fast die Hälfte des Gesamtengagements aus dieser Region auf BlackRock entfiel. Bei den Anlegern aus Nordamerika handelt es sich fast ausschließlich um Versicherungen, Vermögensverwaltungen und Investmentfonds. Auf Europa ohne Deutschland entfielen 11,4 Prozent der Marktkapitalisierung (Lansdowne Partners, Wellcome Trust, Norges Bank). Deutsche institutionelle Aktionäre hielten lediglich 2,8 Prozent der deutschen Wohnaktien.

Abbildung 13: Sektorale Marktkapitalisierung nach Herkunftsregionen der Investoren 2010 bis 2015



Quelle: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen, eigene Darstellung

4.3 Anlage- und Portfoliostrategien ausgewählter Großaktionäre börsennotierter Wohnungsunternehmen

Über die Klärung der Eigentumsverhältnisse hinaus ist es ein weiteres Ziel der Studie, die *Anlage- und Portfoliostrategien* der institutionellen Aktionäre und die Rolle der deutschen Wohnimmobilienaktien darin zu verstehen. Die Ausgangsthese lautete hier, dass Wohnimmobilienaktien für Investoren aus einem hochregulierten Umfeld mit einer geringen Risikobereitschaft und einem langen Zeithorizont besonders interessante Anlagen darstellen. Das Engagement solcher Investoren zielt auch wegen der Risikostreuung eher auf deutsche Wohnungsaktien insgesamt und weniger auf einzelne Unternehmen ab. Betrachtet man die Entwicklung der Eigentümerstrukturen der börsennotierten Wohnungsunternehmen im Zeitablauf im Hinblick auf den Beteiligungshorizont und Mehrfachbeteiligungen, sind folgende Feststellungen besonders wichtig:

- Bei den schon länger börsennotierten Gesellschaften sind im Zeitablauf verschiedene Aktionäre mit Beteiligungen jenseits der 3 Prozent-Marke ein- und wieder ausgestiegen.⁸⁸ Nicht alle Paketaktionäre sind also auch Ankeraktionäre.
- Bei den Eigentümern mit Beteiligungsquoten zwischen 3 bis 5 Prozent waren die Haltezeiten überwiegend vergleichsweise kurz (hohe Fluktuation).

⁸⁸ Diese Aussage bezieht sich auf Angaben zum Stichtag. Die unterjährige Dynamik ist damit nicht abgebildet.

- Es gibt Investoren, die im Wohnungssektor investiert bleiben, aber die Gesellschaft wechseln.
- Bei einer Reihe von Gesellschaften haben sich verschiedene Großaktionäre über einen längeren Zeitraum engagiert (Ankeraktionäre), sind dann zum Teil aber wieder ausgestiegen.
- Zwölf institutionelle Anleger waren seit 1999 an mindestens zwei börsennotierten Wohnungsunternehmen beteiligt. Allerdings haben nur BlackRock Inc., die Norges Bank und Sun Life Financial über einen Zeitraum von mehr als zwei Jahren Beteiligungen an mindestens zwei börsennotierten Wohnungsunternehmen gehalten.

Diese Beobachtungen stützen die These der gewachsenen unternehmerischen Handlungsfreiheit insoweit als auch die Paketaktionäre oft ein unstetes und wechselhaftes Investitionsverhalten zeigen. Ein spürbarer Einfluss auf die verfolgten Strategien und Geschäftsmodelle ist jedoch eher von Ankeraktionären zu erwarten, die größere Aktienpakete langfristig halten. Auch für kurzfristig engagierte Paketaktionäre gilt im Zweifel die Verhaltensannahme der rationalen Apathie.

Die beobachteten Verhaltensunterschiede zwischen den Investoren wurzeln in den unterschiedlichen Anlage- und Portfoliostrategien der Aktionäre der börsennotierten Wohnungsunternehmen und in der jeweiligen Rolle, die Wohnungsaktien darin spielen. Eine vergleichende Analyse dieser diversen Strategien war in dieser Studie aber nur begrenzt möglich. Speziell zu der Immobilienaktienstrategie der Eigentümer konnten keine Informationen gefunden werden und im Hinblick auf die Equity-Strategien (Aktienanlage) sind die zugänglichen Quellen von unterschiedlicher Ergiebigkeit. Die in der Börsenliteratur verbreiteten Etiketten Value, Growth, Index, etc. sind unterkomplex. Man kann die komplexen Aktienstrategien etwa der Norges Bank oder des Wellcome Trust nicht mit diesen groben Etiketten erfassen. Diese Investoren tätigen zwar unter anderem auch Value- und indexorientierte Investments, aber das ist nicht der Kern ihrer Aktienstrategie.

Da es im Rahmen dieser Studie nicht möglich war, das Anlageverhalten aller bedeutenden Aktionäre der börsennotierten Wohnungsunternehmen näher zu untersuchen, wurde eine Auswahl unter den größten Aktionären nach dem Kriterium getroffen, dass alle wichtigen Investorengruppen durch einen Vertreter repräsentiert sein sollten:

- Versicherung: Sun Life
- Fondsgesellschaft: Asset Value Investors
- Fondsgesellschaft, Vermögensverwaltung: BlackRock
- Staatsfonds: Norges Bank
- Wohltätige Stiftung: Wellcome Trust
- Hedgefonds: Lansdowne

Die Berücksichtigung von Private Equity-Gesellschaften und börsennotierten Wohnungsunternehmen erübrigte sich aus naheliegenden Gründen: Private Equity-Fonds sind nicht mehr engagiert, sondern allenfalls die ehemaligen Fondsaktionäre halten noch Aktien. Börsennotierte Wohnungsunternehmen, die andere börsennotierte Wohnungsunternehmen beherrschen, sind keine normalen Großaktionäre, sondern sie streben nach vollständiger Kontrolle und Integration des Beteiligungsunternehmens, welches auch nicht mehr als eigenständiger Akteur gelten kann.

Die Ergebnisse zu den Anlage- und Portfoliostrategien sind nicht repräsentativ für die jeweilige Investorengruppe. Trotz dieser Einschränkung wurden die Ergebnisse synoptisch nach bestimmten Kriterien zusammengefasst. Auch diese Synopse ist nicht repräsentativ für die Gesamtheit der institutionellen Aktionäre börsennotierter Wohnungsunternehmen. Sie bietet aber wichtige Anhaltspunkte für die unterschiedlichen Strategien und Verhaltensweisen im Rahmen der Investments in börsennotierte Wohnungsunternehmen.

Als Beispiel für die Gruppe der *Lebensversicherungen* wurde der börsennotierte Versicherer Sun Life Financial Inc. ausgewählt. Sun Life ist ein kanadisches Unternehmen mit Hauptsitz in Toronto, das Finanzdienstleistungen verschiedener Art anbietet (auch Investmentfonds), in erster Linie jedoch Lebensversicherungsschutz. Sun Life ist hauptsächlich im nordamerikanischen und asiatischen Markt tätig und beschäftigt rund 27.800 Mitarbeiter.

Das Unternehmen hatte zum Jahresende 2015 Assets in Höhe von 152,6 Mrd. kanadischen Dollar unter Management. Davon waren 138 Mrd. kanadische Dollar als „Invested assets“ klassifiziert, darunter 51 Prozent Anleihen, 28 Prozent Darlehen, 5 Prozent Investment Properties, aber nur 4 Prozent Aktien.

Einschätzung: Es handelt sich um ein international tätiges Lebensversicherungsunternehmen aus einem konservativen Regulierungsumfeld mit einer auch regulierungsbedingt geringen Aktienquote. Wohnungsaktien passen sich gut in das Anlageprofil ein (geringes Risiko, stetige Dividenden, Dividendenrenditen deutlich höher als bei Staats- oder Bankanleihen). Für die deutschen Wohnungsaktien spricht aus Sicht dieses Investors auch, dass es an den globalen Aktienmärkten nur wenige Alternativen dazu gibt (u.a. US-Apartment-REITs).

Als Beispiel für einen *Fondsinitiator* mit Interesse an Wohnungsaktien eignet sich Asset Value Investors Limited. Diese Fondsgesellschaft versteht sich selbst als aktiver Investor mit dem Ziel der Steigerung des Shareholder value durch aktive und kritische Einwirkung auf die Verantwortlichen in den Beteiligungsunternehmen.⁸⁹ Die Investmentstrategie wird wie folgt charakterisiert: Das Ziel ist das Erreichen attraktiver Langfristrenditen durch die globale Investition in ein Portfolio von 50-60 verschiedenen Aktien. Die Aktienauswahl wird „bottom up“ (also von den Einzeltiteln ausgehend) und value-orientiert (Suche nach qualitativ hochwertigen, aber vernachlässigten Aktien, die unter ihrem NAV gehandelt werden) vorgenommen.

Einschätzung: Die Etikettierung als Value-orientierter Investor erscheint hier angemessen.

Als Beispiel für eine *Vermögensverwaltung* eignet sich BlackRock Inc., der Weltmarktführer auf diesem Gebiet. BlackRock ist auch ein weltweit führender Anbieter von unterschiedlich ausgerichteten Investmentfonds und ETFs. Es handelt sich hier um den einzigen Anleger, der bei jedem großen deutschen Konzern wiederzufinden ist. BlackRock ist zudem der größte Aktionär bei deutschen Unternehmen.

BlackRock Asset Management hat aktuell (20.06.2016) 1.841 Fonds im Angebot, die unterschiedliche Assetklassen, Anlagestile und -strategien sowie Regionen und Märkte bedienen. Der Vermögensverwaltungsarm verfolgt in Abstimmung mit den Kunden komplexe Strategien mit unterschiedlichem Individualisierungsgrad, die zum Teil auf den im Haus selbst angebotenen Fondsprodukten basieren.

Einschätzung: Eine einfache Zuordnung zu einer wie auch immer zu definierenden Real Estate Equity-Strategie erscheint hier nicht möglich.

⁸⁹ Bestimmte Investoren nehmen zielgerichtet Einfluss auf die Geschäftspolitik der Zielunternehmen, um Rendite- und Wertsteigerungspotentiale zu sichern (Huszar 2007 sowie Pierszinka 2006).

Als Vertreter der Gruppe der *Staatsfonds* wurde die Norges Bank näher betrachtet. Das Norges Bank Investment Management hat den Geschäftszweck der langfristigen und hochrentierlichen Anlage der Öleinnahmen Norwegens. Der Fonds besteht zu 60 Prozent aus Aktien, zu 35-40 Prozent aus festverzinslichen Anleihen und der Immobilienanteil (ohne Immobilienaktien) liegt bei bis zu 5 Prozent. Der Fonds ist global außerhalb Norwegens investiert.

Es wird eine Aktienstrategie mit deutlicher Betonung der Risikostreuung verfolgt. Das Ziel besteht darin, eine gute Abdeckung aller Sektoren sowie der größten Unternehmen zu haben. Die Allokation richtet sich grundsätzlich nach der Marktkapitalisierung („The overall sector exposure is based on market capitalization“). Auf der anderen Seite strebt Norges Bank Investment Management höhere Anteile an ausgewählten Unternehmen und Märkten an, von denen in Zukunft eine außerordentliche Performance erwartet wird, so dass die Strategie nicht einfach als „indexorientiert“ charakterisiert werden kann.

Einschätzung: Die Aktienstrategie ist komplex und kaum mit einem Schlagwort zu charakterisieren.

Die Anlegergruppe der *Stiftungen* wird anhand von The Wellcome Trust Ltd charakterisiert. Der Wellcome Trust ist eine gemeinnützige Treuhand mit Sitz in London, die 1936 gegründet wurde, um das Erbe des Sir Henry Wellcome zu verwalten. Sein erklärtes Ziel war es „die Forschung zu fördern, um die Gesundheit von Mensch und Tier zu verbessern“. Der Trust ist nach der Bill and Melinda Gates Foundation die weltweit zweitreichste Stiftung, die die medizinische Forschung fördert. Der Wellcome Trust verfügte zum 30.09.2015 über ein Investment-Portfolio in Höhe von 18,3 Milliarden Pfund.

Die Investmentphilosophie des Wellcome Trusts setzt einen deutlichen Schwerpunkt bei den Sachwertanlagen: „Real assets offer the best long-term growth prospects and provide protection against inflationary pressures.“ Das Portfolio soll breit diversifiziert sein und keinen geographischen Bias aufweisen. Der Investmenthorizont ist langfristig (Fokus auf 10-jährige Total Return-Ziele), so dass die Entwicklung langfristig angelegter Geschäftsmodelle abgewartet werden kann und die Fähigkeit, mit kurzfristiger Volatilität zu leben, wird ausdrücklich betont. Im Hinblick auf die eingesetzten Investmentvehikel verhält man sich flexibel. Es werden sowohl eigene Teams als auch externe Asset-Manager eingesetzt.

Der Aktienanteil des Trusts liegt aktuell bei knapp 50 Prozent (2015). Hedgefonds und Private Equity machen mehr als ein Drittel des Portfolios aus. Auf den Bereich Property & Infrastructure entfallen 13 Prozent. Der Wellcome Trust weist also sehr hohe Quoten an Aktien (einschließlich Immobilienaktien) und alternativen Investments auf und hält kaum Anleihen. Die Vonovia ist noch vor den weltweit bekannten Blue chips wie Apple, Microsoft und Toyota das größte einzelne Aktieninvestment des Wellcome Trust. Der Trust war bereits in der Private Equity-Phase bei der Deutschen Annington investiert.

Einschätzung: Es handelt sich um einen langfristigen Renditemaximierer mit globaler Perspektive. Die Portfoliostruktur ist ziemlich einzigartig und nimmt praktisch keine Rücksicht auf die kurzfristige Performance des Vermögens. Im Aktiensegment besteht ein Fokus auf Geschäftsmodelle, die erst noch ausreifen müssen. Dieser Ansatz dürfte auch ausschlaggebend für das Engagement bei der Vonovia gewesen sein.

Als Beispiel für einen *Hedgefonds* eignet sich der Hedgefondsinitiator und Vermögensverwalter Lansdowne Partners LLP. Das Angebot von Lansdowne richtet sich an institutionelle Investoren. Als Underlying assets werden global Aktien und alternative Investmentvehikel eingesetzt. Die Auswahl erfolgt auf der Basis interner Fundamentalanalysen. Das Volumen der Assets under Management liegt aktuell bei über 20 Milliarden Dollar. Die Anlagestrategie der Lansdowne-Fonds ist

opportunistisch und eher kurzfristig orientiert, wobei sich die Fonds immer wieder bei Mergers und Acquisitions positioniert haben (z.B. bei der Übernahme von LinkedIn durch Microsoft).

Auch Lansdowne war bei der Deutschen Annington bereits in der Private Equity-Phase investiert. Das Fondsmanagement hat massiv auf die Konsolidierung des börsennotierten Wohnungssektors in Deutschland gesetzt und zwar durch den Aufbau von Long-Positionen bei den potentiellen Übernahmezielen (z.B. Investment in Gagfah-Aktien).

Einschätzung: Anbieter opportunistischer Investments mit eher kurzem Zeithorizont und entsprechendem Risiko- / Renditeprofil. Die sehr speziellen Hedgestrategien kreisen immer wieder um das Thema Fusionen und Übernahmen.

Für die synoptische Zusammenfassung der Anlage- und Portfoliostrategien werden Kriterien gewählt, von denen eine besondere Relevanz für die Entscheidung für ein Investment in Wohnungsaktien vermutet wird. Die These lautet, dass Wohnimmobilienaktien im Zweifel für Investoren aus einem hochregulierten Umfeld mit einer geringen Risikobereitschaft und einem langen Zeithorizont besonders interessant sind. Im Einzelnen wurden folgende Kriterien herangezogen:

- Regulierungsumfeld (als Extreme Lebensversicherungen und Hedgefonds)
- Risikobereitschaft bzw. Einstellung zum Thema kurzfristige Volatilität
- Bedeutung der Risikostreuung (als Extreme Norges Bank und Lansdowne)
- Zeithorizont (als Extreme Wellcome Trust und Lansdowne)
- Aktienanteil im Gesamtportfolio (als Extreme Asset Value Investors und Sun Life)

Tabelle 13: Anlage- und Portfoliostrategien ausgewählter Aktionäre anhand ausgewählter Vergleichskriterien⁹⁰

Aktionär	Regulierungsintensität	Risikobereitschaft	Risikostreuung	Zeithorizont	Aktienanteil
Sun Life	hoch	niedrig	hoch	lang	4 %
Asset Value	mittel	mittel	mittel	mittel	100 %
Norges Bank	niedrig	mittel	hoch	lang	60 %
Wellcome Trust	niedrig	hoch	mittel	lang	50 %
Lansdowne	niedrig	hoch	gering	kurz	hoch

Die großen Investoren in Wohnimmobilienaktien sind von der Herkunft und von den Strategien her eine heterogene Gruppe. Es ist ein wichtiges und etwas überraschendes Ergebnis, dass Wohnimmobilienaktien zu sehr unterschiedlichen Risikoeinstellungen und Zeithorizonten passen. Überwiegend sind es aber doch Adressen mit einem langen Zeithorizont (Sun Life, Norges Bank, Wellcome Trust), die in die deutschen börsennotierten Wohnungsunternehmen investiert sind (siehe auch Abschnitt 4.1.3). Ein indirekter Einfluss auf den Zeithorizont der Geschäftsmodelle kann angenommen werden. Außerdem passen Wohnungsaktien sich in ganz unterschiedliche Portfoliostrategien ein. Man findet sie in Portfolios mit einer breiten Risikostreuung ebenso wie in fokussierten Anlageportfolios. Außerdem sind sie in Portfolios mit geringen Aktienquoten ebenso vertreten wie in reinen Aktienportfolios.

⁹⁰ Der Vermögensverwalter / Fondsinitiator BlackRock wurde in diese Übersicht nicht mit einbezogen, da seine Investmentprodukte und Auftraggeber zu heterogen sind und die gewählten Kriterien somit nicht greifen.

5 Operatives Verhalten der börsennotierten Wohnungsunternehmen

Das operative Vorgehen der börsennotierten Wohnungsunternehmen hat Auswirkungen auf verschiedenen Ebenen. Es berührt die Interessen der verschiedenen Anspruchsgruppen und es beeinflusst das Marktgeschehen an den Wohnungs- und Kapitalmärkten. Im Fokus dieses Kapitels steht daher eine detaillierte Analyse der Maßnahmen der Unternehmen dieser Akteursgruppe zur Optimierung ihrer Cash flows, Geschäftsprozesse, Wohnungsbestände und Wohnungsportfolios sowie der damit verbundenen Auswirkungen.

Dabei geht es nicht nur um eine reine Beschreibung und Charakterisierung ihres operativen Verhaltens. Eine wichtige Forschungsfrage in diesem Kapitel lautet, ob und in welcher Weise sich die untersuchten Wohnungsunternehmen als (Publikums-) Aktiengesellschaften anders verhalten als früher unter der Kontrolle der Finanzinvestoren und inwieweit sie sich von anderen Vermietergruppen und besonders von den kommunalen Wohnungsanbietern unterscheiden. Die öffentlichen bzw. kommunalen Wohnungsunternehmen wurden ebenso wie die Gesamtheit der GdW-Mitgliedsunternehmen als Referenzgruppe zur Einordnung herangezogen. Es geht also um das Erkennen und die Analyse einer potentiell besonderen Verhaltenstypik der börsennotierten Wohnungsunternehmen. Der Fokus der Betrachtung liegt dabei auf der instrumentellen Ebene: Strategien und Werthebel, die nur innerhalb dieser Anbietergruppe eingesetzt werden, oder die in dieser Gruppe eine andere Gewichtung erfahren, sollen identifiziert werden.

Die über die bloße Verhaltenscharakterisierung hinausgehende Forschungsfrage lautete, in welcher Hinsicht sich die untersuchten Wohnungsunternehmen als (Publikums-) Aktiengesellschaften anders verhalten als früher unter der Kontrolle der Finanzinvestoren und wie sie sich heute von anderen Vermietern und besonders von den kommunalen Wohnungsanbietern unterscheiden. Es geht also um das Erkennen der *besonderen Verhaltenstypik der börsennotierten Wohnungsunternehmen*. Der Fokus liegt dabei auf der instrumentellen Ebene: Strategien und Werthebel, die nur innerhalb dieser Anbietergruppe eingesetzt werden, oder die in dieser Gruppe eine andere Gewichtung erfahren, sollen identifiziert werden. Auf der anderen Seite kann ein Erkenntnisgewinn natürlich auch in der Feststellung liegen, dass die börsennotierten Unternehmen sich in einem bestimmten Aspekt gerade nicht gegenüber der Zeit vor dem Börsengang geändert haben bzw. gar nicht von öffentlichen oder anderen konkurrierenden Wohnungsunternehmen unterscheiden.

Börsennotierte Wohnungsunternehmen optimieren ihre Erlöse und Kosten, ihre Geschäftsprozesse, ihre Wohnungsbestände und Wohnungsportfolios, um Ergebnisverbesserungen für ihre Aktionäre zu erreichen. In den Abschnitten 5.1 bis 5.7 werden die einzelnen der betriebswirtschaftlichen Optimierung dienenden Werthebel im Zeitablauf näher untersucht:

- Erlösoptimierung (Mietpreise, Leerstand)
- Tarifstrategien
- Steuerliche Strategien
- Optimierung und Neugestaltung von Geschäftsprozessen
- Instandhaltung und Modernisierung der Wohnungsbestände
- Portfoliostrategien

Vergleiche mit der Zeit vor der Börsennotierung und auch mit anderen Vermietergruppen werden bereits in den einzelnen Unterabschnitten angestellt und die Ergebnisse einer ersten Bewertung unterzogen.

Abschnitt 5.7 verbindet verschiedene Indikatoren für eine vergleichende Typisierung der Strategien der einzelnen börsennotierten Wohnungsunternehmen. Die Ergebnisse werden in Form einer Matrix dargestellt und mit anderen Anbietergruppen verglichen.

Am Ende des Kapitels wird anhand ausgewählter bilanzieller, finanzieller und wohnungswirtschaftlicher Kennzahlen die Geschäftsentwicklung der einzelnen Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften und damit des börsennotierten Sektors insgesamt nachvollzogen und eingeschätzt. Auf dieser Grundlage werden Einschätzungen über die Stabilität und Resilienz der Unternehmen unter veränderten Rahmenbedingungen getroffen (Abschnitt 5.8).

Die wichtigsten Ergebnisse im Überblick

Auf dem Gebiet der *Mietpreispolitik* nutzen alle börsennotierten Wohnungsunternehmen – wie auch schon unter der Kontrolle der Finanzinvestoren – Mieterhöhungsspielräume weitestgehend aus. Außerdem nutzen sie die Mieterfluktuation und Modernisierungen als zusätzliche Mieterhöhungskanäle. Hier bestehen Unterschiede im Vergleich mit den Unternehmen aus dem öffentlichen Sektor. Beim *Leerstandsabbau* erweisen sich die börsennotierten Wohnungsunternehmen alles in allem erfolgreicher als die öffentlichen Beteiligungsunternehmen.

Bei den Maßnahmen zur *Kostenoptimierung* ergibt sich ein uneinheitliches Bild. Eine „Tariffucht“ kommt in der kommunalen Wohnungswirtschaft so gut wie nicht vor, aber auch bei den börsennotierten Unternehmen sind es nur einzelne Anbieter, die versuchen, die Tarifbindung der Arbeitsverhältnisse zu umgehen. Die Optimierung von Steuern fand auch schon unter der Kontrolle der Finanzinvestoren statt und auch viele öffentliche Unternehmen greifen zu steuerlichen Gestaltungen, wenn auch nicht mit derselben Konsequenz. Speziell die Vermeidung der Grunderwerbsteuer ist für die öffentlichen Wohnungsunternehmen aufgrund der geringeren Transaktionshäufigkeit auch meistens nicht so wesentlich.

Im Hinblick auf die *Optimierung der Geschäftsprozesse* sind pauschalierende Aussagen besonders schwierig. Die Prozesse wurden auch bereits unter der Kontrolle der Finanzinvestoren optimiert und zwar mit dem Ziel der Herstellung der Kapitalmarktfähigkeit bzw. der Integration in der Regel bereits unmittelbar nach der Übernahme eines öffentlichen oder werksgebundenen Wohnungsunternehmens. Die Veränderungen nach den Börsengängen sind auf diesem Gebiet daher nicht fundamental. Es handelt sich eher um Schwerpunktverlagerungen. Die öffentlichen Wohnungsunternehmen optimieren ihre Prozesse überwiegend weniger tiefgreifend als die börsennotierten, wobei die kleinen und mittelgroßen Unternehmen bestimmte größenabhängige Werthebel auch kaum nutzen können.

Die *Investitionen in die Wohnungsbestände* haben nur einzelne börsennotierte Wohnungsunternehmen nach ihrem Börsengang wesentlich aufgestockt. Es überwiegen die Anbieter, die hier nach wie vor und auch im Vergleich mit dem Durchschnitt der kommunalen Wohnungsunternehmen Zurückhaltung üben. Dies betrifft aber weniger die Modernisierungen als die laufenden aufwandswirksamen Instandhaltungsmaßnahmen. Ein wichtiges Untersuchungsergebnis sind die großen Unterschiede im Investitionsniveau der einzelnen Unternehmen. Innerhalb der untersuchten Anbietergruppe finden sich Unternehmen, die ihre Instandhaltungskosten dauerhaft minimieren neben solchen mit einer sehr hohen Investitionsneigung, die insbesondere ihre Modernisierungsinvestitionen deutlich ausgeweitet haben.

Bei den *Portfoliostrategien* kann man für die Zeit nach den Börsengängen eine gewisse Verfeinerung bestehender Strategien konstatieren. Anders als die Mehrheit der öffentlichen Wohnungsunternehmen, die man als Bestandhalter ansehen kann, betreiben alle börsennotierten Wohnungsunternehmen ein aktives umschlagsorientiertes Portfoliomanagement. Sie

bilden *strategische Teil-Portfolios* nicht nur, um ihre Bestandsinvestitionen zu steuern, sondern auch, um Teilbestände zum Verkauf vorzusehen (opportunistisch, Einzelprivatisierung oder Non core). Die Bedeutung der *Einzelprivatisierung* von Wohnungen hat allerdings abgenommen, was jedoch keine Folge der Börsengänge ist. Akzentuierte *Positionierungsstrategien* mit Fokus auf das preislich günstige oder das gehobene Marktsegment sind auch unter den börsennotierten Unternehmen selten. Bei den öffentlichen Wohnungsunternehmen kommen sie praktisch nicht vor. *Räumliche Konzentrations-* bzw. *Diversifikationsstrategien* spielen eine größere Rolle als in der vorbörslichen Zeit. Eine Reihe von börsennotierten Wohnungsunternehmen hat nach dem Börsengang die räumliche Portfolioallokation durch Übernahmen sowie An- und Verkäufe von Teilportfolios deutlich anders ausgerichtet. Dazu gibt es bei den kommunalen Wohnungsunternehmen aufgrund der räumlich meist begrenzten Versorgungsaufträge keine Parallele.

Die Ergänzung der bestehenden Wohnungsportfolios durch Neubauprojekte spielte bei den börsennotierten Wohnungsunternehmen bislang kaum eine Rolle, während die kommunalen Wohnungsunternehmen standortabhängig zum Teil wichtige Träger der Neubauaktivität sind.

Die börsennotierten Wohnungsunternehmen streben offensichtlich stärker als andere Anbietergruppen am Wohnungsmarkt nach Expansion, Größe und hohen Marktanteilen. Sie haben bessere Voraussetzungen für *externes Wachstum*, weil sie abhängig von der Kapitalmarktsituation über ergiebige Instrumente der Beteiligungs- und Anleihefinanzierung verfügen (siehe Kapitel 3), die den anderen Anbietergruppen nicht offenstehen. Die Unternehmensgröße ist aber kein Selbstzweck, sondern als ein wertschaffendes Merkmal anzusehen. Mit zunehmender Größe eines Wohnungsbestandes kann die Spezialisierung und Arbeitsteilung weiter vorangetrieben werden. Größe ist auch eine unabdingbare Voraussetzung für das effiziente Insourcing von Prozessen. Außerdem schafft Größe das Potential für zusätzliche Servicemöglichkeiten.

Die Typisierung der Strategien zeigt, dass die börsennotierten Wohnungsunternehmen eine sehr große Spannweite von Geschäftsmodellen verfolgen, so dass von einer Konvergenz der Strategien oder des operativen Verhalten dieser Anbietergruppe derzeit nicht gesprochen werden kann.

Im Hinblick auf die Risikolage der Anbietergruppe kann zusammenfassend festgestellt werden, dass die börsennotierten Wohnungsunternehmen insgesamt deutlich stabiler und weniger riskant finanziert sind als vor den Börsengängen. Das günstige Umfeld an den Immobilien- und Kapitalmärkten und bis zu einem gewissen Grad auch die langfristige Orientierung der Unternehmen sind wichtige Gründe für die aktuell gute bis sehr gute wirtschaftliche Verfassung der meisten börsennotierten Wohnungsunternehmen. Risiken werden allerdings in der recht hohen Abhängigkeit von den Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt gesehen (Möglichkeit einer Zinswende mit deutlich steigenden langfristigen Zinsen). Diese Abhängigkeit ist bei den anderen Anbietergruppen in geringerem Maße vorhanden.

5.1 Einsatz der Werthebel zur Unternehmensoptimierung

Die ambitionierten Renditeziele der börsennotierten Vermieter können nur erreicht werden, wenn die Prozessoptimierung nicht nur auf einzelne „Werttreiber“ abstellt, sondern die gesamte Prozesskette in den Blick nimmt. Die Wertschöpfungskette beschreibt modellhaft die Stufen des betrieblichen Leistungserstellungsprozesses von der Akquisition (Asset oder Share deal) bzw. dem Neubau von Wohnraum über die Produktion (Bestandsmanagement) bis hin zum Vertrieb bzw. zum Verkauf

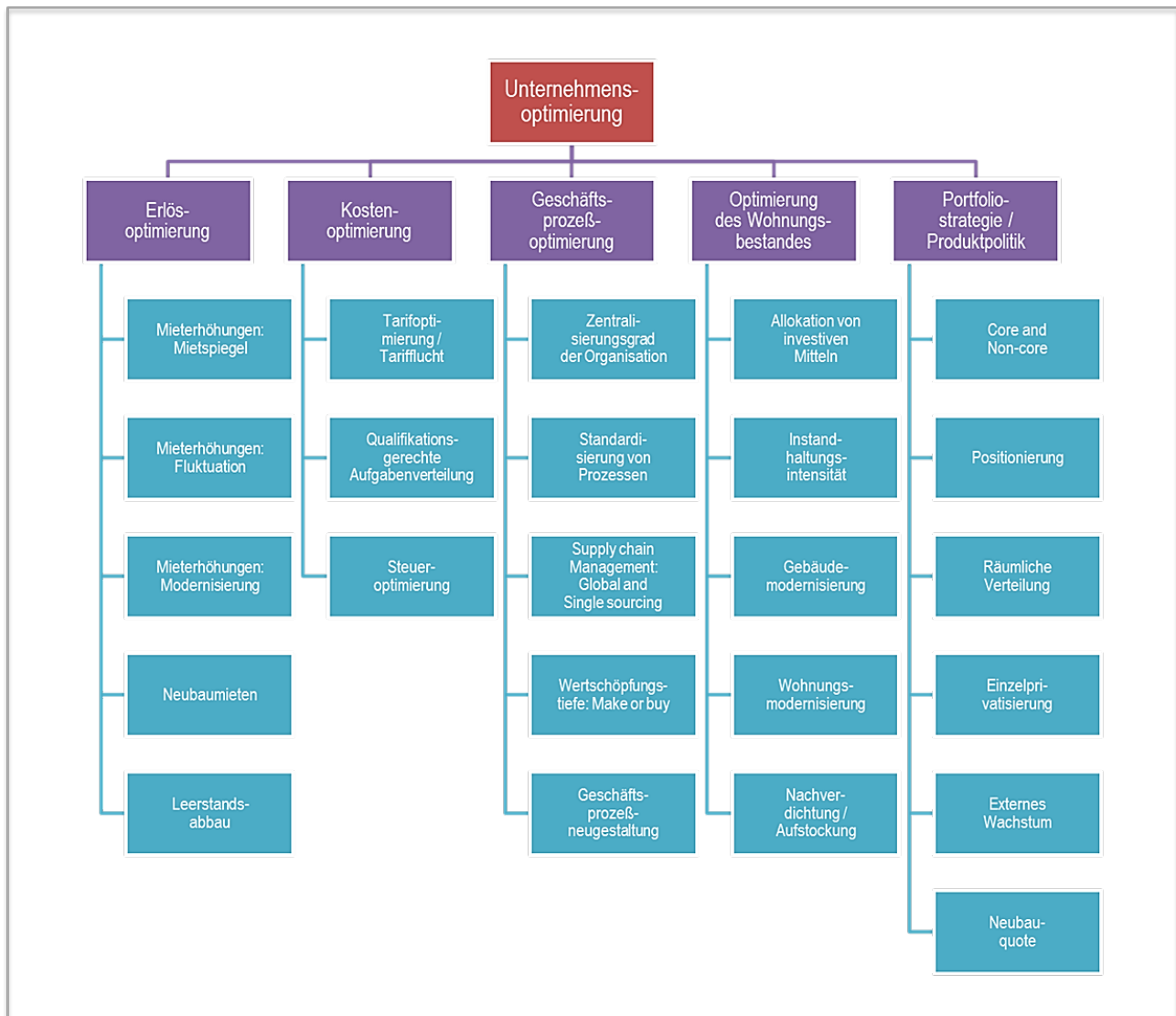
(z.B. im Rahmen der Mieterprivatisierung oder aus Gründen der Revision des Portfolios⁹¹). Auf allen Stufen der Wertkette kann das Ergebnis beeinflusst werden und nur wenn alle Werthebel optimiert werden, können herausragende Ergebnisverbesserungen erzielt werden. Diese Denkweise hatte bereits in der Phase der Kontrolle durch die Finanzinvestoren zu einer gewissen Kennzahlenfixierung der Organisationen im Hinblick auf Leerstand, Verwaltungskosten pro Wohneinheit, Mietanpassung, etc. geführt. In dieser Hinsicht kann eine Abschwächung nach den Börsengängen nicht festgestellt werden.

Die Hebel zur Optimierung von Wohnungsunternehmen können nach ihren Ansatzpunkten (Erlöse, Kosten, Geschäftsprozesse, Wohnungsbestand, Wohnungsportfolio) in 5 Gruppen einteilt werden:

1. *Erlösbezogene* Werthebel (Abschnitt 5.2) betreffen die Mieteinnahmen und die Erlösschmälerungen. Bei den Mieteinnahmen können die Mieterhöhungen nach den drei Kanälen Mietspiegel (Erhöhungen auf die Vergleichsmiete), Fluktuation (Wiedervermietungen) und modernisierungsbedingte Mieterhöhungen eingeteilt werden. Einen Ansatzpunkt für wertsteigernde Maßnahmen bieten auch Wohnungsleerstände.
2. *Kostenbezogene* Werthebel (Abschnitt 5.3) können an den Personalkosten (z.B. nicht-tarifäre Entlohnung eines Teils der Belegschaft) und an den betrieblichen Steuern ansetzen. Die Steueroptimierungen und -gestaltungen zielen nicht nur auf die Senkung der Körperschaftsteuerzahlungen ab, sondern auch auf die der Gewerbe- und Umsatzsteuerlasten.
3. Vielfältige Ansatzpunkte für wertsteigernde Maßnahmen bietet die *Geschäftsprozessoptimierung* (Abschnitt 5.4). Die Bemühungen zur Senkung der Verwaltungskosten wurden nach den Börsengängen mit differenzierteren Strategien fortgesetzt. Neben dem Insourcing von bisher am Markt eingekauften Leistungen bietet der Konzentrationsprozess unter den Unternehmen Ansatzpunkte für größenorientierte Effizienzsteigerungsstrategien. Die Geschäftsprozessneugestaltungen waren zum Teil tiefgreifend.
4. Im Hinblick auf die *Optimierung der Wohnungsbestände* (Abschnitt 5.5) ist besonders die Frage von Interesse, ob auch die börsennotierten Wohnungsunternehmen dazu neigen, die laufende aufwandswirksame Instandhaltung zu minimieren. Angesichts der Umfeldentwicklung stellt sich außerdem die Frage, wie sich die aktivierten Modernisierungskosten der einzelnen börsennotierten Wohnungsunternehmen entwickelt haben. Weiterhin wurden die sachlichen Schwerpunkte der Investitionstätigkeit und die Folgen für die Mietpreise und die nationalen Klimaschutzziele betrachtet.
5. Die jeweils verfolgte *Portfoliostrategie* (Abschnitt 5.6) kann man als strategische Klammer der vielfältigen Optimierungsbemühungen im Hinblick auf Erlöse, Kosten, Geschäftsprozesse und Wohnungsbestände ansehen. Die Portfoliostrategie hat fundamentale Auswirkungen auf die Abgrenzung zwischen Kern- und Nichtkernbestand, die Positionierung des Unternehmens (gehobenes, mittleres oder günstiges Segment), die räumliche Verteilung seiner Wohnungsbestände (durch An- und Verkäufe sowie Neubau steuerbar), die angestrebte Einzelprivatisierungsquote sowie den externen Wachstumskurs (Bestandserweiterung durch Ankauf von Wohnungsunternehmen oder -portfolios).

⁹¹ Eine „Portfoliorevision“ ist die Folge eines Abweichens des Ist- vom Soll-Portfolio. Das bedeutet, dass die aktuelle Portfoliostruktur (z.B. im Hinblick auf den Standortmix oder die Energieeffizienz) nicht mit der Zielstruktur übereinstimmt. Als Gründe dafür kommen Umfeld- oder Strategieänderungen in Frage. Um Ist- und Soll-Portfolio wieder in Übereinstimmung zu bringen, müssen Ankauf- oder Verkaufstransaktionen getätigt werden

Abbildung 14: Betriebswirtschaftliche Optimierung von Wohnungsunternehmen



Quelle: eigene Darstellung

5.2 Erläsoptimierung

Der Erläsoptimierung dienen mietpreispolitische Maßnahmen ebenso wie Maßnahmen zur Leerstandsreduktion. Grundsätzlich können die Mieteinnahmen durch Erhöhungen auf die Vergleichsmiete, bei Wiedervermietungen im Rahmen der Fluktuation sowie nach Modernisierungen gesteigert werden. Unter diesen drei Erhöhungskanälen können die modernisierungsbedingten Mieterhöhungen am direktesten vom Wohnungsunternehmen beeinflusst werden kann (durch sein Investitionsverhalten). Die Mieterhöhungspotentiale hängen generell wesentlich vom regionalen Portfoliomix der übernommenen

Wohnungsbestände ab. Einen interessanten Ansatzpunkt für wertsteigernde Maßnahmen bieten auch Wohnungsleerstände. Der Leerstandsabbau ist ein wichtiges operatives Ziel für die meisten Anbieter und einzelne unter ihnen haben die Senkung von Leerständen nach dem Portfolioankauf sogar zum Kern ihres Geschäftsmodells erhoben.

5.2.1 Mietpreispolitik

Die mietpreispolitischen Strategien der untersuchten börsennotierten Wohnungsunternehmen stellen grundsätzlich im Rahmen des geltenden Mietpreisrechtes auf die Ausnutzung von Mieterhöhungsspielräumen ab, die sich am Markt bieten. Neben den Mieterhöhungen in laufenden Mietverträgen haben modernisierungsbedingte Mieterhöhungen und Mieterhöhungen nach Mieterwechseln eine etwa gleichrangige Bedeutung.

Bei der Interpretation der absoluten Werte und der Steigerungsraten der Nettokaltmieten pro Monat und m² muss beachtet werden, dass die Wohnungsbestände der untersuchten Unternehmen mit unterschiedlichen Anteilen Sozialwohnungen oder ehemalige Sozialwohnungen mit eingeschränkten Erhöhungsmöglichkeiten enthalten. Historisch gesehen sind die meisten Wohnungen des börsennotierten Sektors einmal Sozialwohnungen gewesen und die Vorläuferunternehmen haben überwiegend einen gemeinnützigen Hintergrund. Außerdem liegen die Wohnungen oft in Großsiedlungen an den Stadträndern. Und schließlich wird der Vergleich durch Zukäufe und Verkäufe von Wohnungsportfolien verzerrt, wenn diese ein anderes durchschnittliches Mietniveau aufweisen.

Wenn man die Wachstumsraten der Nettokaltmieten im Zeitraum 2010-2015 betrachtet, haben alle Unternehmen, für die entsprechende Daten vorlagen bis auf die TAG sowohl die Wachstumsrate des Verbraucherpreisindex für Deutschland im selben Zeitraum (plus 6,9 Prozent) als auch die des Wohnungsmietenindex für Deutschland (plus 6,7 Prozent) mehr oder weniger deutlich übertroffen. Auch lagen die Mietsteigerungen in diesem Zeitraum überwiegend über dem Durchschnitt der GdW-Mitgliedsunternehmen.⁹² Allerdings haben die übrigen dem GdW angehörenden Unternehmen den steilen Anstieg der Mieten bei den börsennotierten Wohnungsunternehmen in den letzten beiden Jahren nicht nachvollzogen und insoweit ihre Mieter weniger belastet.

Die größten Mietsteigerungen in den letzten 5 Jahren konnte mit durchschnittlich fast 20 Prozent die seit 2013 zur Deutsche Wohnen AG gehörende Berliner GSW realisieren. Aber auch die Vonovia (bzw. ihre beiden Vorläuferunternehmen) und die LEG haben die Indizes der Mieten und Verbraucherpreise fast um das Doppelte übertroffen. Bei der Interpretation der Durchschnittswerte ist zu berücksichtigen, dass die Unternehmen alle mehr oder weniger große Teilbestände im Portfolio haben, die in den letzten Jahren bei Mieterwechseln kaum Mieterhöhungen zugelassen haben bzw. bei denen die Vermietbarkeit nur mit Abschlägen gegenüber der Vormiete sichergestellt werden konnte.

⁹² Dieser Kreis schließt die Wohnungsbaugenossenschaften mit ein. Deren monatliche Sollmiete (nettokalt) lag zum Jahresende 2014 mit 5,07 Euro pro m² und Monat um 22 Cent niedriger als bei den kommunalen Wohnungsunternehmen (GdW 2015).

Tabelle 14: Entwicklung der durchschnittlichen Nettokaltmieten in € pro m² und Monat⁹³

Unternehmen	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vonovia ⁹⁴	4,71	4,81	4,93	5,01	5,06	5,13	5,23	5,32	5,48	5,75
Dt. Annington	4,67	4,78	4,91	5,00	5,06	5,15	5,30	5,40	5,60	5,78 ⁹⁵
GAGFAH	4,76	4,85	4,95	5,02	5,07	5,36	5,15	5,21	5,35	5,55
Deutsche Wohnen				5,29	5,38	5,57	5,49	5,62	5,69	5,89
GSW		4,55	4,67	4,81	4,90	5,08	5,22	5,44	5,59	5,86
LEG		4,39	4,43	4,52	4,63	4,79	4,86	4,96	5,07	5,21
TAG					5,03	5,04	4,97	5,00	4,97	5,04
Grand City							4,86	4,90	5,20	5,30
Adler								5,14	5,02	4,93
Buwog Dtlid. ⁹⁶							5,70	5,34	5,51	
conwert Dtlid. ⁹⁷								5,31	5,53	5,73
Akelius Dtlid.						7,19	7,52	7,71	7,77	8,13
GdW	4,51	4,55	4,62	4,75	4,86	4,96	5,04	5,15	5,27	5,36

Quellen: Geschäftsberichte, GdW

Tabelle 15: Entwicklung der durchschnittlichen Nettokaltmieten: prozentualer Zuwachs gegenüber Vorjahr

Unternehmen	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Vonovia	1,0	1,4	1,9	1,7	3,0	4,9	13,6
Deutsche Annington	1,2	1,8	2,9	1,9	3,7	3,2	14,2
GAGFAH	1,0	5,7	-3,9	1,2	2,7	3,7	9,5
Deutsche Wohnen	1,7	3,5	-1,4	2,4	1,2	3,5	9,5
GSW	1,9	3,7	2,8	4,2	2,8	4,8	19,6
LEG	2,4	3,5	1,5	2,1	2,2	2,8	12,5
TAG		0,2	-1,4	0,6	-0,6	1,4	0,2
Grand City				0,8	6,1	1,9	
Adler					-2,3	-1,8	
Buwog Dtlid.				-6,3	3,2		
conwert					4,1	3,6	
Akelius Dtlid.			4,6%	2,5	0,8	4,6	
GdW	2,3	2,1	1,6	2,2	2,3	1,7	10,3

Quellen: Geschäftsberichte, GdW, eigene Berechnungen

⁹³ Gelbbraun schattiert: In diesem Jahr war die Gesellschaft börsennotiert.⁹⁴ Die Daten für die Ende 2014 aus der Übernahme der Gagfah durch die Deutsche Annington entstandene Vonovia SE wurden für die Jahre vor 2015 zurückgerechnet (Gewichtung mit den Anteilen beider Gesellschaften am gesamten Wohnungsbestand).⁹⁵ Monatliche Ist-Miete pro Quadratmeter auf like-for-like-Basis (inkl. DeWAG und Vitus).⁹⁶ Angabe jeweils zum 30.04. des Folgejahres.⁹⁷ Vertragsmiete Wohnen Deutschland. 2015 nur Kernportfolio Wohnen Deutschland.

Hinter den Durchschnittswerten verbergen sich regional differenzierte Entwicklungen, die die unterschiedliche Entwicklung der regionalen Wohnungsmärkte in den letzten Jahren widerspiegeln. Das Beispiel der Gagfah verdeutlicht die Spannweite der Wachstumsraten zwischen den verschiedenen Städten. Während die Mieten im Berliner Bestand der Gagfah zwischen 2006 und 2014 um mehr als 20 Prozent (entspricht 2,4 Prozent jahresdurchschnittlich) gesteigert werden konnten, sind die Mieten an den Standorten Essen und Dortmund im selben Zeitraum nominal nur um etwas mehr als 2,5 Prozent gestiegen und in realer Rechnung sogar um mehr als 10 Prozent zurückgegangen.

Tabelle 16: Entwicklung der Nettokaltmieten (NKM) an ausgewählten Gagfah-Standorten 2006-2014

Standort	NKM 2006	NKM 2014	Prozentualer Zuwachs 2006-2014	Durchschnittlicher jährlicher Zuwachs in Prozent
Berlin	4,38	5,28	20,5	2,4
Dresden	4,36	5,06	16,1	1,9
Hamburg	5,08	6,00	18,1	2,1
Köln	6,02	6,83	13,5	1,6
Bielefeld	4,20	4,84	15,2	1,8
Duisburg	4,32	5,03	16,4	1,9
Essen	5,11	5,25	2,7	0,3
Leverkusen	5,29	5,64	6,6	0,8
Dortmund	4,64	4,76	2,6	0,3

Quellen: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen

Anhand der Mietpreispolitik der Gagfah kann außerdem die große Bedeutung von Mieterhöhungen nach Mieterwechseln sowie nach Modernisierungen aufgezeigt werden. Bei der Fluktuation konnten im Jahresverlauf 2014 sowohl die Fallzahlen (mehr als 4.000 Mieterwechsel pro Quartal) als auch der durchschnittliche prozentuale Aufschlag gegenüber der Vormiete gesteigert werden (1. Quartal: 6,4 Prozent, 4. Quartal: 9,8 Prozent).⁹⁸

Bei der Gagfah waren im Geschäftsjahr 2014 fast 40 Prozent des mieterhöhungsbedingten Wachstums der Mieteinnahmen den Mieterhöhungen nach Mieterwechseln sowie nach Modernisierungen zuzuschreiben. Dabei ist der Werttreiber „Capex“ (modernisierungsbedingte Mieterhöhungen) derjenige, den die Wohnungsunternehmen am ehesten gestalten können (eben über ihre Modernisierungsprogramme). Dieser Werttreiber wird besonders intensiv von der Deutschen Annington / Vonovia genutzt.

Grundsätzlich nutzen kapitalmarktorientierte Anbieter die Mieterhöhungsspielräume, die die Wohnungsmärkte und das Mietpreisrecht bieten, weitestgehend aus. Begrenzungen ergeben sich allein aus der Marktlage, den Wettbewerbsverhältnissen und dem Mietpreisrecht, nicht aber aus der Geschäftspolitik der Unternehmen. Das schließt nicht aus, dass an schwächeren Märkten auch Mietpreissenkungen vorgenommen werden, um Leerstände abzubauen. Mit der generellen Zielsetzung der Erlösmaximierung ist dies aber durchaus vereinbar. Von den Unternehmen wird immer wieder betont, dass

⁹⁸ GAGFAH Earnings Call 2014 Full Year Results March 3, 2015.

man auf dem besten Wege sei, Rückstände gegenüber der Marktmiete aufzuholen.⁹⁹ Die börsennotierten Anbieter verfolgen mithin eine erlösmaximierende Mietpreispolitik.

5.2.2 Leerstand und Erlösschmälerungen

Der Wohnungsleerstand ist ein weiterer wichtiger Erfolgsfaktor für ein Wohnungsunternehmen. Steigende Leerstandsquoten sind oft die Vorboten einer krisenhaften Unternehmensentwicklung, während die Senkung von Leerständen sich positiv auf den Cash flow und das Jahresergebnis auswirkt. Die meisten der hier untersuchten Unternehmen nehmen für sich in Anspruch, den Wohnungsleerstand in übernommenen Portfolios spürbar senken zu können. Die größte strategische Rolle spielt der Werthebel Leerstandssenkung für die Grand City Properties S.A.

Tabelle 17: Leerstandsquoten in Prozent

Unternehmen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vonovia	6,4	5,6	4,3	3,9	5,5	5,1	4,6	4,4	3,8	3,4	2,7
Dt. Annington	6,3	5,7	4,2	3,9	5,9	5,1	4,3	3,9	3,5	3,5	k.A.
GAGFAH	6,4	5,5	4,4	3,9	4,9	5,2	5,1	5,0	4,1	3,4	k.A.
Deutsche Wohnen					4,2	3,3	2,4	2,5	2,4	2,2	1,8
GSW			6,7	5,3	4,5	3,7	3,4	2,7	2,2	2,4	2,3
LEG		2,2	2,2	k.A.	3,9	3,6	3,6	3,1	2,9	2,7	2,5
TAG					10,3	6,5	11,6	9,9	8,8	8,1	7,5
Grand City									13,8	12,7	10,8 ¹⁰⁰
Adler									10,2	12,8	11,2
Buwog Dtld. ¹⁰¹								2,4	3,6	2,7	
conwert Dtld. ¹⁰²								6,9	8,6	7,2	5,4
Akelius weltweit				0,9	1,0	1,3	0,7	0,7	0,7	1,0	1,3

Quellen: Geschäftsberichte

⁹⁹ Dazu beispielhaft einige Zitate aus den Geschäftsberichten für 2015:

LEG 2015, S. 95: „Im frei finanzierten Wohnraum sind regelmäßige Mietspiegelanpassungen und Anpassungen an Marktmieten als wesentliche Wachstumstreiber zu betrachten.“

Deutsche Wohnen 2015, S. 56: „Im Rahmen der „Bewirtschaftung“ liegt der Fokus auf der Neuvermietung und der Realisierung von Mietpotentialen entsprechend den Marktmieten.“

GCP 2015, S. 12: „... we also continuously update our market rent databases with actual rent closing prices to identify our individual local property rent positions in comparison to the local market, as well as to support the rent increase process.“

¹⁰⁰ Stand März 2016.

¹⁰¹ Angabe jeweils zum 30.04. des Folgejahres.

¹⁰² Bezug: Segment Deutsche Wohnimmobilien. 2015 Deutschland einschl. Gewerbeinheiten. Der Leerstand im deutschen Wohnportfolio lag in 2015 vermutlich etwas niedriger.

Bei den Unternehmen, für die entsprechend lange Zeitreihen vorliegen, weist die Leerstandsquote seit 2010 eine fallende Tendenz auf. Das dürfte zum Teil auch auf die zunehmenden Anspannungstendenzen zurückzuführen sein, die an immer mehr regionalen Wohnungsmärkten zu beobachten sind. Die GdW-Jahresstatistik weist für das Segment der privatwirtschaftlichen Mitgliedsunternehmen für 2015 (Jahresende) eine Leerstandsquote von 1,9 Prozent aus. Die Leerstände der genossenschaftlichen bzw. kommunalen Wohnungsunternehmen liegen mit 3,8 bzw. 5,2 Prozent deutlich höher, weisen aber seit 2010 auch einen fallenden Verlauf auf.

Die unterschiedlichen Niveaus der Leerstände lassen innerhalb gewisser Grenzen Rückschlüsse auf die unterschiedlichen Portfoliostrategien zu. GCP, TAG und Adler kaufen offenbar im Rahmen ihrer Geschäftsmodelle gezielt Problembestände mit hohen Leerstandsquoten an oder sie lassen sich jedenfalls von einem hohen Leerstand nicht abschrecken. Wenn dagegen die Deutsche Annington oder die Gagfah solche Bestände im Portfolio haben, dann ist der hohe Leerstand ein wesentliches Kriterium für die Einordnung als Nichtkernbestand. Es kommt dementsprechend nicht selten vor, dass Bestände mit hohen Leerständen gemäß dieser Arbeitsteilung den Eigentümer wechseln (etwa Verkäufe der Gagfah an GCP).

5.3 Kostenoptimierung

Kostenbezogene Werthebel setzen in erster Linie bei den Personalkosten und den betrieblichen Steuern an. Möglichkeiten zur Senkung der Personalkosten können sich nicht nur aus der Bezahlung zum niedrigstmöglichen Tarif, sondern auch aus der nicht-tarifären Entlohnung eines Teils der Belegschaft ergeben. Auch eine qualifikationsgerechte Aufgabenverteilung wirkt kostensenkend. Die Steueroptimierung zielt auf eine Minimierung der Steuerbelastungsquote ab. Neben der Körperschaftsteuerlast können auch die Lasten aus anderen Steuerarten wie z.B. der Gewerbe- und der Umsatzsteuer durch steuerliche Gestaltungen wesentlich verringert werden.

5.3.1 Tarifoptimierung

Der Personalaufwand kann entweder durch eine oft mit Entlassungen verbundene Arbeitsverdichtung (Produktivitätssteigerung) oder eine Senkung der durchschnittlichen Stundenlöhne erreicht werden. Lohnsenkungen sind jedoch nicht ganz einfach zu realisieren, wenn die Arbeitsverhältnisse einer tarifären Bindung unterliegen. Grundsätzlich kann die „Flucht“ eines Unternehmens aus der tarifvertraglichen Bindung auf folgende Weise realisiert werden:

- Outsourcing
- Betriebsübergang / Umstrukturierung
- Gründung von Tochtergesellschaften

Die Art und Weise sowie das Ausmaß der Umgehung der Tarifbindung werden im Folgenden anhand der Vonovia und der LEG betrachtet. Die in diesen beiden börsennotierten Wohnungsunternehmen herrschenden Arbeitsbeziehungen werden mit den Verhältnissen bei öffentlichen / kommunalen Wohnungsunternehmen verglichen.

Eine Möglichkeit, sich der Tarifbindung zu entziehen, bietet das *Outsourcing* von Leistungen. Die Arbeitsbedingungen können sich als Folge des Outsourcings von Leistungen verschlechtern, wenn der zuliefernde Dienstleister mit niedrigeren Standards operiert bzw. keiner Tarifbindung unterliegt, keinen Betriebsrat hat, etc. Das Outsourcing spielt jedoch bei den börsennotierten Wohnungsunternehmen aktuell als Ausweg aus dem Tarif keine große Rolle. Die Tariffucht wird im Gegenteil aktuell in erster Linie durch das *Insourcing* von Leistungen realisiert.

Der Arbeitgeber kann auch versuchen, die bereits praktizierte Anwendung von Tarifverträgen auf bestehende Arbeitsverhältnisse rückgängig zu machen, indem er mittels *Betriebsübergang / Umstrukturierung* die Beschäftigten in Tochtergesellschaften überführt, die entweder gar keinem Tarifvertrag unterliegen oder aber einem für die Beschäftigten weniger ergiebigen. Für diesen Fall sieht § 613a Abs.1 Satz 2 BGB vor, dass die Inhaltsnormen eines vor dem Betriebsübergang geltenden Tarifvertrags zum Inhalt des Arbeitsverhältnisses werden. Nach Ablauf des Jahres kann der Arbeitgeber mittels Änderungskündigung versuchen, die Arbeitsbedingungen zu verschlechtern.

Bei der LEG gibt es wegen der Auswirkungen der Sozialcharta keine Fälle von tariflichen Herabstufungen durch Betriebsübergänge. Bei der Vonovia ist der Anteil der tarifgebundenen Beschäftigten in erster Linie aufgrund der vielen Einstellungen in *neu gegründete Tochtergesellschaften* zurückgegangen.

Die Arbeitsbeziehungen sind bei der Vonovia durch die Vergütung nach Branchentarif und den Betriebsrat als Interessenvertretung strukturiert. Die Vertretung der Arbeitnehmerbelange durch Betriebsräte ist bei der Vonovia flächendeckend sichergestellt. Neben dem Konzernbetriebsrat bestehen für die regionalen Einheiten zuständige Betriebsräte.

Zudem ist das Unternehmen Mitglied im Arbeitgeberverband der Wohnungswirtschaft. Der Tarifvertrag der Wohnungswirtschaft findet aber inzwischen nur noch auf einen kleinen Teil der Belegschaft des Unternehmens Anwendung (mit weiter sinkender Tendenz): Nur rund 20 Prozent der Vonovia-Mitarbeiter werden nach Tarifvertrag bezahlt.¹⁰³ Die nicht-tariflichen Mitarbeiter(innen) müssen erhebliche Abstriche gegenüber den tariflich fixierten Arbeitsbedingungen in Kauf nehmen.

Im Zuge dieser „schleichenden Verabschiedung aus dem Tarif“ (Ver.di) wurden die Konzernstrukturen wesentlich verändert. Während bei dem großen Vorläuferunternehmen Viterra vor dem Verkauf an die Deutsche Annington noch fast alle Mitarbeiter tarifgebunden entlohnt wurden, hat die Annington / Vonovia im Rahmen ihrer 2011 eingeleiteten langfristigen Insourcing-Initiative in der Regel parallel zu bestehenden tarifgebundenen Konzernunternehmen eine große Zahl von tariflosen Schwestergesellschaften (sog. „Management-Gesellschaften“) gegründet, um gezielt Mitarbeiter ohne Tarifbindung einstellen zu können. Der enorme Zuwachs des Personalbestandes in den letzten Jahren ist ganz überwiegend auf diese Weise realisiert worden. In der Folge hat der Anteil der nach Tarif bezahlten Beschäftigten ständig abgenommen.

Im Zuge dieser Entwicklung ist es zu ungleichen Arbeitsbedingungen gekommen, die von den Betroffenen als ungerecht wahrgenommen werden. Zum Teil arbeiten die Mitarbeiter in denselben Räumen und tun das gleiche, aber eben zu unterschiedlichen Bedingungen (Lohnsätze, Urlaubsansprüche, Wochenarbeitszeiten, Urlaubsgeld, 13. Monatsgehalt, regelmäßige Entgeltsteigerungen). So gibt es bei den Arbeitslöhnen der Objektbetreuer Unterschiede im Umfang von bis zu 500

¹⁰³ Ver.di Landbezirk NRW 2016, S. 14. Die Prozentangabe beruht auf einer Befragung von Betriebsräten des Unternehmens durch Ver.di.

Euro / Monat (tariflich / nicht tariflich). Wenn man berücksichtigt, dass die tariflosen Mitarbeiter kein Urlaubs- und Weihnachtsgeld erhalten, mehr Arbeitsstunden und unbezahlte Überstunden leisten müssen, kann der Unterschiedsbetrag mehr als 1.000 Euro / Monat ausmachen.¹⁰⁴

Damit sich das ändert, hat die Gewerkschaft Ver.di als Pilotprojekt in zwei Vonovia-Gesellschaften (Kundenservice und Immobilienservice) die Mitarbeiter organisiert, bundesweit Tarifkommissionen gewählt und Tarifverhandlungen gefordert: Ver.di will mit der Vonovia einen Anerkennungstarifvertrag – im ersten Schritt für die beiden Gesellschaften – für den bundesweiten wohnungswirtschaftlichen Tarif abschließen. Das Unternehmen hat Verhandlungen in dieser Sache aber abgelehnt. Der Vorstandsvorsitzende Buch hat auf der Hauptversammlung solche Tarifverhandlungen als „Risiko“ bezeichnet.

Die für die Belegschaft nachteiligen personalpolitischen Verhaltensänderungen haben schon vor dem Börsengang der Deutschen Annington eingesetzt. Die 2011 eingeleitete Insourcing-Initiative wurde nach dem Börsengang konsequent weiterverfolgt.

Die LEG hat nur in ganz kleinem Maßstab vergleichbare Aktivitäten wie die Vonovia entfaltet. Sie hat außerhalb der Tarifbindung lediglich zwei kleine Untergesellschaften mit nur wenigen Beschäftigten gegründet. Die Tarifbindungsquote liegt bei der LEG schätzungsweise noch zwischen 85 und 90 Prozent. Dafür ist in erster Linie die bei der Privatisierung abgeschlossene Sozialcharta verantwortlich, die die LEG an entsprechenden Umstrukturierungsmaßnahmen hindert. Wie die Vonovia hat auch die LEG einen Konzernbetriebsrat und es gibt darüber hinaus regional zuständige Betriebsräte. Im Ergebnis wird auch bei der LEG konzernweit eine 100-prozentige Abdeckung erzielt. Die LEG weist mithin anders als die Vonovia derzeit noch auf klassische Weise strukturierte Arbeitsbeziehungen auf. Nach Ablauf der noch bis 2018 geltenden Sozialcharta bietet sich allerdings Potential für entsprechende Reorganisationsmaßnahmen. Möglicherweise erhöht die LEG dann auch nach dem Vorbild der Vonovia in signifikantem Umfang ihre Wertschöpfungstiefe, denn das Insourcing ist als Werthebel umso wirksamer, je schlechter die neu eingestellten Mitarbeiter entlohnt werden.

Ganz anders strukturiert sind die Arbeitsbeziehungen in der öffentlichen / kommunalen Wohnungswirtschaft. Früher war es in der Wohnungswirtschaft Standard, dass alle Unternehmen der Tarifbindung unterlagen. Außertarifäre Beschäftigung war eine seltene Ausnahme. Und bei den öffentlichen Wohnungsunternehmen hat sich daran auch bis heute kaum etwas geändert. Ver.di NRW kennt kein Beispiel dafür, dass kommunale Wohnungsunternehmen aktiv versucht haben, sich der Tarifbindung zu entledigen. Die Tarifbindungsquote in der kommunalen Wohnungswirtschaft ist nach wie vor sehr hoch. In der Regel gilt entweder der wohnungswirtschaftliche Tarif oder der für den öffentlichen Dienst.¹⁰⁵

Auch wirtschaftlicher Druck wirkt sich bei den kommunalen Wohnungsunternehmen nicht auf die Tarifbindung aus. Dahinter steht in NRW ein politischer Konsens, der sich auch auf überschuldete Kommunen erstreckt. Auf wirtschaftlichem Druck reagieren öffentliche Wohnungsunternehmen eher mit Personalabbau. Die unvermeidlichen Folgen sind dann allerdings Arbeitsverdichtung und höherer Leistungsdruck. Während ihre börsennotierten Konkurrenten weitgehend unabhängig von

¹⁰⁴ Ver.di Infoblatt „Du ver.dienst mehr. Organisiere dich!“, abrufbar unter <http://wowi-vernetzt.de/aktionsmaterial/>.

¹⁰⁵ Unter den kommunalen Wohnungsbaugesellschaften in Rheinland-Pfalz hatten sich 12 von 19 Gesellschaften an den Tarifvertrag für den öffentlichen Dienst (TVöD) gebunden, darunter 3 Gesellschaften lediglich teilweise über Bezugnahmeklauseln. Bei 6 Gesellschaften galten der Manteltarifvertrag für die Beschäftigten in der Wohnungswirtschaft (MTV) und der Vergütungstarifvertrag für die Beschäftigten in der Deutschen Immobilienwirtschaft (VTV). Siehe dazu Rechnungshof Rheinland-Pfalz 2012, S. 48.

ihrer aktuellen wirtschaftlichen Lage nach Personalkostensenkungen durch Reorganisationsmaßnahmen streben, sind entschlossene Maßnahmen bei den öffentlichen / kommunalen Wohnungsunternehmen in der Regel erst zu verzeichnen, wenn sie sich in Krisensituationen befinden.

5.3.2 Steuerpolitik

Aus steuerlicher Sicht kommt es für die börsennotierten Wohnungsunternehmen darauf an, dass

1. die Einkünfte aus der Verwaltung und Nutzung des eigenen Grundbesitzes möglichst nicht mit Gewerbesteuer belastet werden und zugleich einschneidende Beschränkungen des Geschäftskreises vermieden werden (z.B. Stromerzeugung durch Dachkollektoren, Blockheizkraftwerke),
2. bei der Übernahme von Wohnungsbeständen möglichst keine Grunderwerbsteuerzahlungen ausgelöst werden,
3. die umsatzsteuerliche Belastung der Mieteinnahmen möglichst gering gehalten wird und
4. Körperschaftsteuerzahlungen soweit wie möglich vermieden werden.

Während die Gewerbesteureffizienz mittlerweile fast schon ein klassisches Steuergestaltungsthema ist, bei dem auch bereits viele öffentliche Wohnungsunternehmen zu entsprechenden Gestaltungen gegriffen haben, sind die Bemühungen um die Begrenzung der Belastungen aus Grunderwerbsteuer und Umsatzsteuer Steuerthemen, die für die börsennotierten Wohnungsunternehmen von besonderer Brisanz sind. Bei der Grunderwerbsteuer ergibt sich die Bedeutung aus der hohen Transaktionsneigung der börsennotierten Gesellschaften. Angesichts der in den letzten Jahren stark gestiegenen Grunderwerbsteuersätze (überwiegend zwischen 5 und 6,5 Prozent) sind die steuervermeidenden Gestaltungen in diesem Bereich eine entscheidende Voraussetzung für die handelsorientierten Portfoliostrategien der börsennotierten Wohnungsunternehmen.

Im Hinblick auf die Umsatzsteuer haben die börsennotierten Unternehmen Größenvorteile: Ein großes Wohnungsunternehmen kann das Insourcing von Leistungen viel weiter treiben als ein kleines oder mittelgroßes und auf diese Weise kann die Belastung der internen Umsätze mit Umsatzsteuer in der Regel vermieden werden. Damit bietet sich aufgrund des hohen Steuersatzes von 19 Prozent ein enorm wirksamer Werthebel. Allerdings scheint bislang nur die Vonovia entschlossen zu sein, dessen Potentiale konsequent zu nutzen (Vonovia 2015, S. 85).

Gewerbesteureffizienz: Die Inanspruchnahme der sogenannten „erweiterten Kürzung“ nach § 9 Nr. 1 Satz 2 GewStG¹⁰⁶ erfordert die Schaffung eines reinen Grundstücksunternehmens und parallel dazu muss es eine oder mehrere Dienstleistungsgesellschaften geben, die als Asset Manager die operativen Geschäfte im Auftrag der Besitzgesellschaft besorgen und deren Geschäftskreis auch „gewerbesteuerschädliche Tätigkeiten“ mit „Infektionsrisiko“ enthalten kann. Zwischen den Dienstleistungsgesellschaften und der Grundstücksgesellschaft müssen außerdem aus Gründen der Umsatzsteuervermeidung im Hinblick auf die Innenumsätze zwischen den Gesellschaften Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge geschlossen werden. Die reine Grundstücksgesellschaft muss schließlich den Vorhalt des gewerblichen Grundstückshandels vermeiden. Das bedeutet, dass sie Objekte nicht von vornherein zu Veräußerungszwecken erwerben kann. Sie darf Immobilien vielmehr nur aus Bewirtschaftungsgründen halten und die Immobilien müssen dem Anlagevermögen zugeordnet sein.

¹⁰⁶ Siehe dazu Kreft 1998.

Grunderwerbsteuereffizienz: Bei einem sogenannten „Asset Deal“ (Übertragung einzelner Grundstücke durch Singularsukzession) kann die Grunderwerbsteuer nicht umgangen werden. Steuervermeidende Gestaltungen sind dagegen bei der Übertragung von Anteilen an Gesellschaften, in deren Eigentum sich Grundstücke befinden, im Wege der Universalsukzession (Gesamtrechtsnachfolge) möglich (sogenannte „Share Deals“).¹⁰⁷ Die Grunderwerbsteuerpflicht der Transaktion kann grundsätzlich vermieden werden, wenn durch die Übertragung der Anteile an der Grundstücksgesellschaft weniger als 95 Prozent der Anteile der Gesellschaft in der Hand eines Käufers vereinigt werden. In der Praxis sind hierfür je nach Rechtsform der Objektgesellschaft drei verschiedene Strukturen gebräuchlich: die Objektgesellschaft mbH & Co. KG, die Objektgesellschaft mbH¹⁰⁸ und der sogenannte „RETT-Blocker“¹⁰⁹. Im Fall der GmbH & Co. KG erwirbt der Käufer höchstens 94,9 Prozent der Kommanditanteile an der Objektgesellschaft. Wenn der Verkäufer oder ein wirtschaftlich unabhängiger Dritter noch mindestens fünf Jahre mit mindestens 5,1 Prozent als Minderheitskommanditist beteiligt bleibt, fällt Grunderwerbsteuer dabei nur auf diesen Anteil von 5,1 Prozent an (zum Zeitpunkt des Erwerbs der restlichen Anteile durch den Käufer). Die Transaktionen der börsennotierten Wohnungsgesellschaften werden in der Regel nach diesem Modell abgewickelt, so dass der größte Teil der bei einem alternativen Asset Deal fälligen Grunderwerbsteuerzahlungen vermieden werden kann.

Umsatzsteuereffizienz: Die Vermietung von Wohnräumen ist grundsätzlich umsatzsteuerbefreit, das heißt die Umsatzsteuer kann nicht auf die Miete umgelegt werden. Die Wohnungsunternehmen müssen aber Vorsteuer auf die eingekauften Dienstleistungen zahlen. Das spricht grundsätzlich für die eigene Leistungserbringung und gegen den Bezug von Leistungen über den Markt. Durch das Insourcing von Diensten können diese umsatzsteuerfrei bezogen werden. Auf der anderen Seite spricht die Vermeidung von Gewerbesteuerzahlungen wie auch die Abrechnungsfähigkeit entstandener Kosten als Betriebskosten für die Zuordnung bestimmter Geschäftsprozesse zu Tochter- oder Schwesterunternehmen. Voraussetzung dafür, dass ein Service-Tochterunternehmen Leistungen wie Hausverwaltung für eine reine Grundstücksgesellschaft (Mutter) ohne Umsatzsteuer anbieten kann, ist die sogenannte „umsatzsteuerliche Organschaft“. Diese setzt ihrerseits die finanzielle Eingliederung der Tochter (Mehrheit der Stimmrechte an der Organgesellschaft) sowie den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags voraus. Die Töchter haben dann zwar keine Selbstfinanzierungsmöglichkeiten, sie können von der Mutter aber nötigenfalls mit Kapitaleinlagen versehen werden.

Die Vonovia ist auf dem Weg zu einem voll integrierten Wohnungskonzern am weitesten vorangeschritten.¹¹⁰ Sie erhöht seit Jahren ständig die Wertschöpfungstiefe, d.h. sie macht immer mehr selbst. Beispiele dafür sind: Aufbau einer eigenen Hausmeisterorganisation, Aufhebung von Wärmecontracting-Verträgen, Forderungsinkasso, Reparaturen, Gärtnerdienste. Aber auch die Adler Real Estate AG will ihre Wertschöpfungstiefe durch Insourcing weiter steigern (Geschäftsbericht 2015, S. 57).

Körperschaftsteuerliche Effizienz: Börsennotierte Wohnungsunternehmen müssen aus Gründen der Vergleichbarkeit zusätzlich zur HGB-Bilanz eine IFRS-Bilanz erstellen. Diese beiden Bilanzen dienen unterschiedlichen Zwecken. Während

¹⁰⁷ Siehe dazu Mallmann-Bansa 2014.

¹⁰⁸ Ein Käufer erwirbt maximal 94,9 Prozent der Anteile und ein weiterer Käufer die restlichen 5,1 Prozent.

¹⁰⁹ Beim RETT-Blocker-Modell beteiligt sich der Hauptkäufer wiederum mit maximal 94,9 Prozent und ein Dritter mit mindestens 5,1 Prozent an der RETT-Blocker-KG, um den Fremdeinfluss des Minderheitsgesellschafters möglichst gering zu halten. Solche mehrstöckigen Konstruktionen bringen seit der Neuregelung in der Regel aber kaum noch grunderwerbsteuerliche Vorteile.

¹¹⁰ Zur Diskussion der Vor- und Nachteile des Outsourcings von Facility-Management-Leistungen durch Wohnungsunternehmen siehe Lehner / Weidling 2011.

die HGB-Bilanz hauptsächlich für die steuerliche Gewinnermittlung von Bedeutung ist, dient die IFRS-Bilanz sowohl der internen betriebswirtschaftlichen Steuerung als auch der Information der Stakeholdergruppen (darunter besonders der Aktionäre und Gläubiger) über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der börsennotierten Wohnungskonzerne. Die wesentlichen Unterschiede zwischen den beiden Rechenwerken sind:

- In der IFRS-Bilanz sind ertragswirksame Zuschreibungen bei Wertsteigerungen der Immobilien möglich, in der HGB-Bilanz dagegen nicht.
- In der IFRS-Bilanz muss der Goodwill (derivativer Firmenwert nach Unternehmensübernahmen, für die mehr als das bilanzielle Eigenkapital gezahlt wurde) nicht planmäßig abgeschrieben werden.
- In der IFRS-Bilanz dürfen keine planmäßigen Gebäudeabschreibungen vorgenommen werden, in der HGB-Bilanz sind diese zwingend.

Wegen der unterschiedlichen Bewertungsregeln fällt der Gewinn in der HGB-Bilanz im Zweifel viel geringer aus. Damit bietet sich den börsennotierten Wohnungsunternehmen die Möglichkeit, hohe Gewinne in der IFRS-Bilanz auszuweisen und gleichzeitig den für die steuerliche Bemessungsgrundlage maßgeblichen HGB-Gewinn klein zu halten.

5.4 Optimierung und Neugestaltung von Organisationen und Geschäftsprozessen

Ein vielfältiges Wertsteigerungspotential bietet den börsennotierten Wohnungsunternehmen die Geschäftsprozessoptimierung. Eine erste und bereits deutliche Senkung der Verwaltungskosten durch einen spürbaren Stellenabbau wurde insbesondere von den Private Equity-Fonds oft bereits unmittelbar nach der Übernahme von Wohnungsunternehmen herbeigeführt. Nach den Börsengängen wurden die Bemühungen zur Kostensenkung fortgesetzt, wobei allerdings differenziertere Strategien eingesetzt wurden. So steht das Outsourcing, also die externe Vergabe von bisher selbst erbrachten Leistungen, bei den Kostensenkungsmaßnahmen nicht mehr an vorderer Stelle. Einzelne Unternehmen haben ihre Wertschöpfungstiefe sogar gezielt gesteigert. Außerdem bietet der Konzentrationsprozess unter den Unternehmen mit der Folge der Entstehung immer größerer Wohnungskonzerne immer bessere Ansatzpunkte für größenorientierte Effizienzsteigerungsstrategien.

Zumindest bei den REPE-Fonds, die sich als „Farmer“ verstehen und die dementsprechend nachhaltige Wertsteigerungen durch Geschäftsprozessoptimierung anstreben, war eine Bereitschaft auch zu radikalen Umbauten der Organisation und der Wertschöpfungsketten festzustellen. Das Clear Water-Reorganisationsprojekt der Deutschen Annington / Vonovia kann hier als ein Beispiel angeführt werden. Die Geschäftsprozessneugestaltungen waren zum Teil tiefgreifend und ließen kaum einen Teilprozess in den übernommenen Unternehmen unberührt. Die Fondsmanager der Private Equity-Häuser waren bereit, neue Wege zu gehen und dabei wurden mögliche Reibungsverluste in der Phase der Transformation ebenso in Kauf genommen wie das Risiko, über das Ziel hinauszuschießen (etwa beim Personalabbau). Vor diesem Hintergrund stellte sich die Frage, ob auf dem Gebiet der Geschäftsprozessoptimierung die tiefgreifendsten Umbrüche nicht bereits vor den Börsengängen erfolgt sein könnten und die Unternehmen sich jetzt in einer Phase der inkrementellen Evolution befinden.

Die Optimierung von Geschäftsprozessen durch börsennotierte Wohnungsunternehmen setzt an verschiedenen Schwachstellen in deren Aufbau- und Ablauforganisation an, die durch Reorganisation bzw. Reengineering beseitigt werden sollen. Es handelt sich um Prozessinnovationen, die darauf abzielen, dass den Kunden dieselbe Leistung in derselben Qualität, aber mit weniger Ressourcenverbrauch bereitgestellt wird. Im Einzelnen kommen dafür folgende Ansatzpunkte in Frage:

Tabelle 18: Organisatorische Schwachstellen und die Mittel zu deren Beseitigung

Schwachstelle	Mittel zur Beseitigung
Zu hohe Dezentralität der Organisation	Zentralisierung
Zu große Vielfalt und Individualisierung bei Prozessen und Bauteilen	Standardisierung
Zu viele / zu teure Beschaffungsquellen, zu kleine Bestellmengen	Supply Chain Management (Global and Single sourcing)
Zu niedrige Wertschöpfungstiefe	Insourcing
Multiple Schwachstellen	Geschäftsprozessneugestaltung

Quelle: eigene Darstellung

Als Beispiele für ehemals vergleichsweise dezentral aufgestellte Organisationen, die eine deutliche *Zentralisierung* erfahren haben, können die Deutsche Annington und die LEG angeführt werden (siehe unten). Beide Organisationen wurden in dieser Hinsicht noch vor dem Börsengang reformiert. Die Zentralisierung bestimmter Funktionen wie etwa der Unternehmensfinanzierung (Liquiditätssteuerung, Kreditportfoliomanagement) und des Berichtssystems ist im Vorfeld eines Börsengangs allerdings unumgänglich.

Die telefonische Kontaktaufnahme mit der Vonovia ist zentralisiert (bundesweites Call center in Bochum). Die Mitarbeiter in den Kundencentern haben nur begrenzte Entscheidungsbefugnisse. Die Ansprache der Vonovia ist stark standardisiert. Der telefonische Ansprechpartner hat eine Maske, in die er das Problem einsortieren muss. Jeder Sachverhalt wird vorgegebenen Fallmustern mit standardisierten Begriffen zugeordnet. Wie aus den Fokuskommunen berichtet wird, wird daher die Bearbeitung Einzelfällen nicht gerecht und es kann auf dieser Basis kein Vertrauensverhältnis zwischen Vermieter und Mieter entstehen.

Auf der anderen Seite ist die *Standardisierung* von Arbeitsabläufen eine unabdingbare Voraussetzung für Effizienzsteigerungen. Diese können erreicht werden, indem zunächst durch Aufgabezerlegung der effizienteste Weg zur Erledigung einer Aufgabe identifiziert wird und dieser dann anschließend in der gesamten Organisation reproduziert wird. Alle börsennotierten Wohnungsunternehmen streben danach, ihre Wohnungsbestände bundesweit mit standardisierten Systemen und Prozessen zu verwalten, z.B. durch die Vereinheitlichung der Informationstechnik. Die Individualität der Betreuung der Mieter nimmt dadurch tendenziell ab, aber die Berechenbarkeit des Vermietersverhaltens nimmt zu.

Im Bereich des *Supply Chain Managements* sind die börsennotierten Wohnungsunternehmen darum bemüht, neue (günstigere) Beschaffungsquellen zu erschließen und ihre Beschaffungen zu bündeln. Die Vonovia hat den gebündelten Einkauf

(Single sourcing) beim Bezug von Fenstern erfolgreich getestet.¹¹¹ Die Deutsche Wohnen AG hat den Gaseinkauf bundesweit gebündelt, das Gas direkt bei der Energiebörse bezogen und so die Beschaffungskosten um 10 Prozent reduziert (GB 2015, S. 49). Die LEG setzt die Software epiqr ein, mit der sich Maßnahmen nach Gewerken und Regionen zusammenfassen lassen, um Bündelungseffekte beim Einkauf von Leistungen zu erzielen (Herrmann 2016). Der Werthebel Supply chain management wurde von den Unternehmen nach deren Börsengängen stärker betont und er bietet noch erhebliche Potentiale für zukünftige Beschaffungskostensenkungen.

Ein sehr wesentlicher Aspekt der Unternehmensoptimierung ist die *Wertschöpfungstiefe*. Je höher der vertikale Integrationsgrad eines Wohnungsunternehmens, desto mehr Teilaufgaben der Wertschöpfungskette werden vom Unternehmen selbst wahrgenommen. Das Outsourcing von Bewirtschaftungsbausteinen wie beispielsweise von Hausmeisterdiensten, Handwerkerleistungen oder Gebäudereinigungen führt dagegen zu einer Absenkung des vertikalen Integrationsgrades.

Die börsennotierten Wohnungsunternehmen streben überwiegend nach einem mittleren, hohen oder sehr hohen Integrationsgrad. Die Unternehmen mit mehr als 100.000 Wohnungen sind bereits durch einen hohen vertikalen Integrationsgrad gekennzeichnet. Auf der anderen Seite findet man aber auch Unternehmen mit einer noch vergleichsweise geringen Wertschöpfungstiefe (z.B. Adler Real Estate). Die untersuchten Unternehmen sind in also in unterschiedlichem Maße vertikalisiert, aber es gibt eine Branchentendenz zur Steigerung der Wertschöpfungstiefe.

So baut etwa die LEG ihr Angebot an miernahen Dienstleistungen gezielt aus. Sie bietet ihren Mietern seit 2014 in Kooperation mit dem Kabelnetzbetreiber Unitymedia ein umfangreiches Multimedia-Angebot. Außerdem gründete die LEG zusammen mit RWE die EnergieServicePlus GmbH, welche die komplette energiewirtschaftliche Versorgung der LEG-Immobilien übernehmen wird (M. M. Warburg & Co 2016, S. 97).

Der Vorreiter der Entwicklung ist auch auf dem Gebiet des Insourcings von Leistungen die Vonovia, die ihre Größenvorteile zur gezielten Ergänzung ihrer Vermietungsaktivitäten durch werterhöhende Dienstleistungen nutzt. Die Umsetzung der sogenannten „Insourcing-Initiative“ begann bereits im Geschäftsjahr 2011, also noch vor dem Börsengang. Nach und nach wurden immer mehr Leistungen von externen Anbietern auf konzerneigene Gesellschaften übertragen. Die Deutsche Annington errichtete eine eigene Hausmeisterorganisation (die traditionelle Hausmeisterarbeiten durchführt, aber auch für das lokale Qualitätsmanagement und für die Koordinierung verantwortlich ist) sowie eine Handwerkerorganisation¹¹² (die für Instandhaltung und Reparaturen zuständig ist). Die Vonovia prüft gegenwärtig, eine eigene Gesellschaft für infrastrukturelles Gebäudemanagement zu gründen, die zusätzliche Dienstleistungen für die Gebäude und Anlagen wie Gartenarbeiten, Winterdienst, Straßen-, Bürgersteig- und Gebäudereinigung erbringen soll.

Zur Umsetzung der Insourcing-Initiative hat die Annington / Vonovia ihren Personalbestand deutlich erhöht. Zum 30.09.2015 hatte die gesamte Handwerkerorganisation rund 2.300 Beschäftigte (plus 213 Prozent gegenüber dem Stand am

¹¹¹ Die Fenster werden jetzt nicht mehr über den Großhandel in Deutschland bezogen, sondern direkt beim Subhersteller des deutschen Herstellers in Rumänien. Damit wurde ein um 40 Prozent niedrigerer Einkaufspreis erzielt. Siehe dazu Der Tagesspiegel v. 14.01.2016 sowie unter <http://www.wohnungswirtschaft-heute.de/index.php/wowiheute/gebaeudeumfeld/item/3235-annington-setzt-neue-ma%C3%9Fst%C3%A4be-management-der-wertsch%C3%B6pfungskette-bei-der-modernisierung-%E2%80%93-niedrigere-kosten-f%C3%BCr-kommen-mietern-zugute.html>.

¹¹² Die Handwerkerorganisation der Vonovia setzt sich aus der Deutsche TGS GmbH, einem Joint Venture mit der B&O Service und Messtechnik AG („B&O“), („TGS“) und weiteren von Vonovia kontrollierten Gesellschaften zusammen (gemeinsam die „Handwerkerorganisation“).

31.12.2012). Die Hausmeisterorganisation beschäftigte zum 30.09.2015 rund 800 Mitarbeiter (ohne SÜDEWO) – das entspricht einer Steigerung von 133 Prozent gegenüber dem Jahresende 2012. Angesichts der Neuerwerbungen und der Strategie der Gruppe, den Leistungsumfang der eigenen Handwerksbetriebe zu erweitern, dürfte der Personalbestand der Hausmeister- und Handwerkerorganisationen in den kommenden Jahren weiter steigen.

Als Argumente für die Insourcing-Initiative führt das Unternehmen an: Steigerung der Kundenzufriedenheit sowie Kosteneinsparungen durch Wegfall der Umsatzsteuer und der zuvor zugunsten von Dritten angefallenen Gewinnmargen. Grundsätzlich haben große Wohnungsunternehmen wie die Vonovia ein höheres Potential für Effizienzsteigerungen in Form von Größenvorteilen. Sie können die Spezialisierung und die interne Arbeitsteilung am weitesten vorantreiben. Große Wohnungsunternehmen können außerdem Waren und Dienstleistungen wegen ihrer Einkaufsmacht billiger erwerben. Die Logik der zunehmenden Skalenerträge¹¹³ kann zu einer „Industrialisierung der Wohnungswirtschaft“ mit immer größeren Unternehmen und einer weiter zunehmenden Konzentration in der Branche führen.

Für umfassende Reorganisationen wird der Begriff Business Process Reengineering (kurz: BPR; Deutsch: *Geschäftsprozessneugestaltung*) verwendet.¹¹⁴ Das bedeutet das fundamentale Umdenken und radikale Neugestalten von Geschäftsprozessen, um dramatische Verbesserungen bei wesentlichen Kennzahlen zu erreichen. Im Gegensatz zur Geschäftsprozessoptimierung, bei der nur einzelne Geschäftsprozesse effizienter gestaltet werden, findet hier ein grundlegendes Überdenken des gesamten Unternehmens und seiner Geschäftsprozesse statt. Die grundlegende Neugestaltung von Organisation und Geschäftsprozessen vor und nach dem Börsengang wird nachfolgend anhand von Vonovia und LEG dargestellt.

Die Vonovia bzw. ihr Vorläufer Deutsche Annington hat sich im Hinblick auf die BPR-Aktivitäten bis heute als das aktivste Unternehmen erwiesen. Bereits während der Private Equity-Phase wurde das tiefgreifende Restrukturierungsprojekt „Clear Water“ von der Deutschen Annington in Angriff genommen.¹¹⁵ Im Zuge der Umsetzung dieses Projektes wurden die Regionalgesellschaften abgeschafft, ein deutschlandweites zentrales Call Center eingeführt, die Prozesse vollständig digitalisiert und ein Ticket-System im Außendienst eingeführt. Diese Maßnahmen zielten auf eine höhere Effizienz des Personaleinsatzes ab. Leerzeiten und Unterauslastungen sollten soweit wie möglich vermieden werden (Beispiel: Ticket-System ohne Objektbindung der Mitarbeiter für die Schadensaufnahme und Reparaturbeauftragung). Alles in allem wurden im Rahmen von Clear Water 300 Stellen abgebaut.

Die mit Clear Water angestrebte umfassende Restrukturierung von Strukturen und Geschäftsprozessen verlief nicht reibungslos. Während der Transformation kam es zu chaotischen Verhältnissen bis hin zum vorübergehenden funktionellen Versagen von Teilen der Organisation (TRAWOS 2012 sowie die dort angegebenen Quellen).

¹¹³ Siehe dazu Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften, Bd. 6 (1981), S. 282.

¹¹⁴ Dieser Begriff wurde 1993 von Henry Johansson geprägt.

¹¹⁵ TRAWOS 2012, insb. Abschnitt B.I.7.4. Die Vorbereitungen für das ehrgeizige und umfassende Umstrukturierungsprojekt Clear Water (intern auch „neue Welt“ genannt) begannen bei der Deutschen Annington im Jahr 2008. Im Fokus standen die Hebung von Rationalisierungspotentialen und die Senkung der Personalkosten. Bestehende Prozesse wurden radikal in Teilprozesse zerlegt und dann neu zusammengesetzt. Der Bochumer Ver.di Sekretär Gerd Vatterot sprach von dem „radikalsten Umbau eines deutschen Wohnungsunternehmens bislang“ (http://www.mieterforum-ruhr.de/de/themen/fondsvermieter/index.php/art_00001919). Die einmaligen Kosten des Clear Water-Projekts wurden einschließlich der Abfindungen mit 70 Mio. Euro kalkuliert. Damit sollten 50 Millionen Euro Kosten im Jahr eingespart werden.

Das Clear Water-Projekt wurde in einem Kapitalmarktumfeld in Angriff genommen, das einen Börsengang für Jahre unwahrscheinlich erscheinen ließ. Abgesehen davon hatte der Werthebel der Einzelprivatisierungen die in ihn gesetzten Erwartungen nicht erfüllt, so dass auf andere Werthebel zurückgegriffen werden musste. Das Reorganisationsprojekt zielte auf eine mittelfristige Wertsteigerung des Unternehmens und die Herstellung der Dividendenfähigkeit ab. Es diente insoweit auch der Beruhigung der Kapitalgeber (Fondsinvestoren), die sich seit dem Beginn der Finanzkrise auf eine länger als geplante Haltedauer ihrer Beteiligung einstellen mussten.

Einen Einfluss des Börsenganges auf das Tempo oder die Radikalität der Organisationsfortentwicklung kann man bei der Deutschen Annington / Vonovia nicht feststellen. Das Unternehmen hatte bereits lange vor dem Börsengang den Weg hin zu einem voll integrierten Wohnungskonzern eingeschlagen und diesen Weg seitdem fortgesetzt.

Die Reorganisation der LEG stand dagegen verglichen mit der Deutschen Annington nicht so sehr unter dem Erwartungsdruck der Investoren, weil die Privatisierung erst 2008 erfolgt war und sich die Beteiligten über die Notwendigkeit und den Zeitbedarf der anstehenden Reorganisation im Klaren waren. Der Verkauf der LEG hat unmittelbar einen umfangreichen Konzernumbauprozess in Gang gesetzt, an dessen Ende der Exit der Finanzinvestoren stand. Die Restrukturierungsmaßnahmen dienten der Vorbereitung des Exits und insbesondere der Herstellung der Kapitalmarktfähigkeit der Struktur. Der Reorganisationsbedarf war infolge der historisch gewachsenen, verschachtelten und schwer zu steuernden und zu kontrollierenden Unternehmensstruktur der LEG mit vielen Einzelgesellschaften erheblich. Hier kam es vor allem auf eine Vereinheitlichung der Prozesse und eine Zentralisierung der Unternehmenssteuerung an.

Das Bündel der Maßnahmen zur Vereinfachung der Konzernstrukturen („Project ONE“) zielte auf eine zentrale Konzernsteuerung, eine einheitliche Informationstechnik sowie auf die Zentralisierung und Verschlinkung der Finanzierungsstrukturen ab. Die wichtigsten Projekte im Rahmen des Konzernumbaus waren:

- Einführung des neuen SAP-basierten ERP-Programms BlueEagle¹¹⁶
- Bilanzierung nach IFRS-Standard
- umfassende Refinanzierung
- neue standardisierte Sollprozesse in wesentlichen Arbeitsabläufen
- Bündelung der Beschaffung von technischen und allgemeinen Leistungen
- Spezialisierung der Mitarbeiter in den Kundencentern, um Neuvermietungen effizienter zu organisieren
- Abwicklung der Sparten Development und Wohneigentumsverwaltung

Seit dem Abschluss des Konzernumbaus verfügt die LEG über ein Portfoliomanagementsystem¹¹⁷ sowie über eine zentrale Liquiditätssteuerung und ein Tool zur Abbildung und Analyse des Kreditportfolios. Die neu entwickelten steuerungsorientierten Managementinformationssysteme ermöglichen eine effizientere Bewirtschaftung des Wohnungsportfolios.

Ein Eckpfeiler des aktuellen Geschäftsmodells der LEG ist der gezielte Ausbau mieternaher Dienstleistungen. Verglichen mit der Vonovia wurde bei der LEG das Reorganisationstempo nach dem Börsengang aber nicht gehalten. Insgesamt ist

¹¹⁶ ERP: Enterprise Resource Planning.

¹¹⁷ Geschäftsbericht 2007, S. 20.

das Bewirtschaftungsmodell der LEG bis heute wesentlich von den Beschränkungen der vergleichsweise scharf formulierten Sozialcharta geprägt. Die Organisation der LEG ist derzeit noch sehr dezentral und kundennah aufgestellt. Die Organisationseinheiten der LEG verteilen sich über 160 Standorte in NRW. Für die etwa 200.000 Mieter gibt es insgesamt rund 100 Mieterbüros, über die ein enger Kontakt zu den Mietern besteht. 23 Kundencenter sind in den Schlüsselregionen positioniert und verantwortlich für Mieterakquisition sowie Instandhaltungs- und Modernisierungsaufgaben. Die regionalen Aktivitäten in Rheinland, Ruhrgebiet und Westfalen werden von insgesamt 10 Niederlassungen geführt (M. M. Warburg & Co 2016, S. 95 f.).

Die Gründe für das im Vergleich mit der Annington / Vonovia wesentlich abweichende Verhalten der LEG im Hinblick auf die Geschäftsprozessneugestaltung sind in den spezifischen Rahmenbedingungen der beiden Transaktionen zu suchen. Der Aspekt der Herstellung der Kapitalmarktfähigkeit erforderte in beiden Fällen eine Reorganisation in Abhängigkeit von der vorgefundenen Ausgangssituation. Allerdings bewegte sich das wichtigste von der Annington übernommene Unternehmen Viterra in vielen Aspekten bereits nahe an der Kapitalmarktfähigkeit, während die LEG davon anfangs noch sehr weit entfernt war. Außerdem wurde beim Verkauf der LEG eine wirksame Sozialcharta vereinbart, die die Reichweite von Reorganisationsmaßnahmen wesentlich beschränkte. Damit war die LEG anfangs zu einem umfassenden Reorganisationskurs gezwungen. Alle wesentlichen Maßnahmen, die die Sozialcharta zuließ, waren bereits vor dem Börsengang durchgeführt worden und danach hat die Charta das Unternehmen zu einem inkrementellen Kurs gezwungen.

Die dargestellten Maßnahmen der Unternehmensoptimierung gehen für die betroffenen Mitarbeiter der Wohnungsunternehmen oft einher mit einer höheren Arbeitsverdichtung und einem gestiegenen Leistungsdruck. Betriebsräte aus der Wohnungswirtschaft berichten „von Arbeitsplatzabbau, verstärktem Arbeitsdruck und Arbeitsverdichtung, die aufgrund von Outsourcing und dauernden Restrukturierungen, vor allem in börsennotierten Unternehmen zu zunehmenden Stress für die Beschäftigten führen“ (ver.di Landbezirk NRW 2016, S. 14).

Der Wendepunkt im Hinblick auf die Arbeitsverdichtung ist in der Regel bereits unmittelbar nach dem Verkauf der Unternehmen an die Finanzinvestoren anzusetzen. Die übernommenen Unternehmen wurden in der Regel bereits in dieser Phase umfassend reorganisiert. Als Folge des umfangreichen Beschäftigungsabbaus entstand ein starker Druck auf die verbliebenen Beschäftigten, die Arbeitsproduktivität zu steigern. Später wurden dann weitere Reorganisationsprojekte in Angriff genommen und außerdem lösen die großen Fusionen natürlich jedes Mal einen erheblichen Reorganisationsbedarf aus. Viele börsennotierte Wohnungsunternehmen befinden sich daher im Zustand einer „permanenten Revolution“, die auf Dauer Kundenorientierung und Servicequalität beeinträchtigen kann.

5.5 Optimierung der Wohnungsbestände durch Instandhaltung und Modernisierung

Im Hinblick auf die Optimierung der Wohnungsbestände ist der Vergleich mit dem Verhalten unter der Kontrolle der Finanzinvestoren besonders interessant. In der Private Equity-Phase war die Vernachlässigung eines Teils der bewirtschafteten Objekte durch die Minimierung der laufenden aufwandswirksamen Instandhaltung einer der Hauptkritikpunkte am Bewirtschaftungsverhalten der Unternehmen. Insbesondere die Gagfah stand hier im Fokus der Kritik. Aber auch die LEG und die Grand City Properties haben nur vergleichsweise wenig für die laufende aufwandswirksame Instandhaltung ausgegeben. Grundsätzlich ist die übertriebene Absenkung des Instandhaltungsaufwandes kein nachhaltiger Werthebel, weil die

Immobilienwerte negativ beeinflusst werden und nachgeholte Instandhaltungen meistens höhere Kosten verursachen. Auf der anderen Seite wirken sich Instandhaltungsaufwendungen negativ auf wichtige Bilanzkennzahlen aus, denn sie belasten nicht nur die Liquidität sondern auch vollumfänglich das Jahresergebnis und den Eigenkapitalausweis. Es kommt hinzu, dass Instandhaltungsmaßnahmen keine höheren Mieteinnahmen in der Zukunft begründen. Aus diesen Gründen werden kapitalmarktorientierte Wohnungsunternehmen hier immer eine gewisse Zurückhaltung üben. Die Spanne der Aufwendungen pro Quadratmeter und Jahr bewegte sich bei den untersuchten Unternehmen zwischen 3,11 und 14,84 Euro. Ein Einfluss der Börsengänge in dem Sinne, dass nach dem Börsengang deutliche Verhaltensänderungen aufgetreten wären, konnte nicht festgestellt werden. Allerdings ist auch der Beobachtungszeitraum in den meisten Fällen zu kurz, da allein 2013 drei große Börsengänge erfolgt sind.

Tabelle 19: Instandhaltungskosten in € pro m² und Jahr¹¹⁸

Unternehmen	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vonovia	9,28	9,26	8,48	8,58	9,80	10,12	11,64	10,99	14,84
Deutsche Annington	9,83	9,73	10,00	10,35	10,81	9,93	12,21	11,26	k.A.
GAGFAH	8,62	8,72	6,61	6,36	8,47	10,23	10,84	10,60	k.A.
Deutsche Wohnen			9,85	9,63	9,81	9,68	10,36	9,59	9,45
GSW				7,64	6,74	6,07	5,87	6,25	8,83
LEG			9,06	12,78	6,78	5,94	6,84	7,08	7,84
TAG							6,39	5,21	5,73
Grand City						4,40	5,50	5,50	5,40
Adler								9,39	11,86
Buwog gesamt ¹¹⁹						8,40	10,60	9,70	
conwert gesamt ¹²⁰						7,79	6,83	4,26	3,11
Akelius Dtld.							8,44	9,00	7,42

Quelle: Geschäftsberichte

Die Aktivierung von Modernisierungskosten ist betriebswirtschaftlich ganz anders zu beurteilen als der aufwandswirksame Abzug von Instandhaltungskosten. Aus bilanzieller Sicht sind Modernisierungsmaßnahmen in der Gegenwart ergebnisneutral (Aktivtausch). Wegen der mit aktivierten Modernisierungsinvestitionen verbundenen Mieterhöhungsmöglichkeiten begründen sie aber die Aussicht auf zukünftige Ergebnisverbesserungen. Die Renditen sind auf diesem Gebiet aufgrund der

¹¹⁸ Gelbbraun schattiert: In diesem Jahr war die Gesellschaft börsennotiert.

¹¹⁹ Angabe jeweils zum 30.04. des Folgejahres.

¹²⁰ Bezug: Gesamtportfolio.

11-prozentigen Modernisierungsumlage (§ 559 BGB) im derzeitigen Zins- und Kapitalmarktumfeld jedenfalls dann sehr auskömmlich, wenn die Umlage größtenteils oder in voller Höhe auch am Markt durchsetzbar ist. Die Deutsche Annington strebt bei Gebäude- und Wohnungsinvestitionen eine durchschnittliche Rendite von 7 Prozent auf das investierte Kapital an (Abschnitt 5.6.1).¹²¹

Davon abgesehen können Modernisierungsmaßnahmen dazu beitragen, den Mietmix zu verbessern und Großsiedlungen zu diversifizieren. Sie haben außerdem in vielen Fällen einen positiven Effekt auf der Kostenseite, indem sie die Erlöschmälerungen und den laufenden Instandhaltungsaufwand senken.

Aus räumlicher Sicht sind Modernisierungsinvestitionen stärker auf bestimmte Standorte fokussiert als Instandhaltungsmaßnahmen. Die räumliche Verteilung der investierten Modernisierungskosten ist entscheidend für den Ergebnisbeitrag der Investitionen. Es kommt hier darauf an, nur an Standorten zu investieren, die nachhaltig hinreichende modernisierungsbedingte zusätzliche Mieteinnahmen erwarten lassen und insoweit eine langfristige Renditeperspektive für die Modernisierungsinvestitionen bieten.

Manche der untersuchten Unternehmen kombinierten niedrige Ausgaben für die laufende Instandhaltung mit relativ hohen Modernisierungsinvestitionen (Grand City, LEG). Teilweise wurde in den Sozialchartas ein Mindestinvestitionsvolumen festgelegt (12,50 pro m² und Jahr bei der LEG). Die Deutsche Annington / Vonovia sticht mit ihren steil ansteigenden Modernisierungsaktivitäten hervor. Dieses Unternehmen hat zuerst erkannt, dass das derzeitige Zinsumfeld eine große Gelegenheit zur energetischen und altersgerechten Ertüchtigung älterer Wohnungsbestände bietet. Möglicherweise wurde die Entscheidung, eine offensive Modernisierungsstrategie zu verfolgen, auch von der im Koalitionsvertrag vorgesehenen Absenkung der Modernisierungsumlage beeinflusst (Vorzieheffekt).

Die großen Modernisierungsprogramme der Gagfah und der Deutschen Annington haben einen Schwerpunkt bei Maßnahmen gesetzt, die auf die Gebäudehülle bezogen sind („energetische Hüllensanierungen“). Die vielfach mit KfW-Mitteln finanzierten energetischen Hüllensanierungen der Unternehmen betreffen bspw. in Dortmund schwerpunktmäßig die Treppenhausfenster, die Wärmedämmung, den hydraulischen Ausgleich der Heizanlagen sowie die Balkonsanierung. Modernisierungsmaßnahmen in den Wohnungen erfolgen erst bei Mieterwechseln (ebenfalls oft unter Einsatz von KfW-Mitteln, z.B. aus dem Programm altersgerechter Umbau). Die energetischen Hüllensanierungen führen in der Regel zu einem deutlichen Missverhältnis zwischen den eingesparten Heizkosten und der Höhe der Modernisierungsumlage.

Die umlagefähigen Kosten pro m² bewegen sich bei energetischen Modernisierungen laut dem Berliner Mieterverein¹²² in einer Spanne zwischen 100 und 160 Euro, was zu Mieterhöhungen bis 1,50 Euro je m² führt. Die durchschnittliche moder-

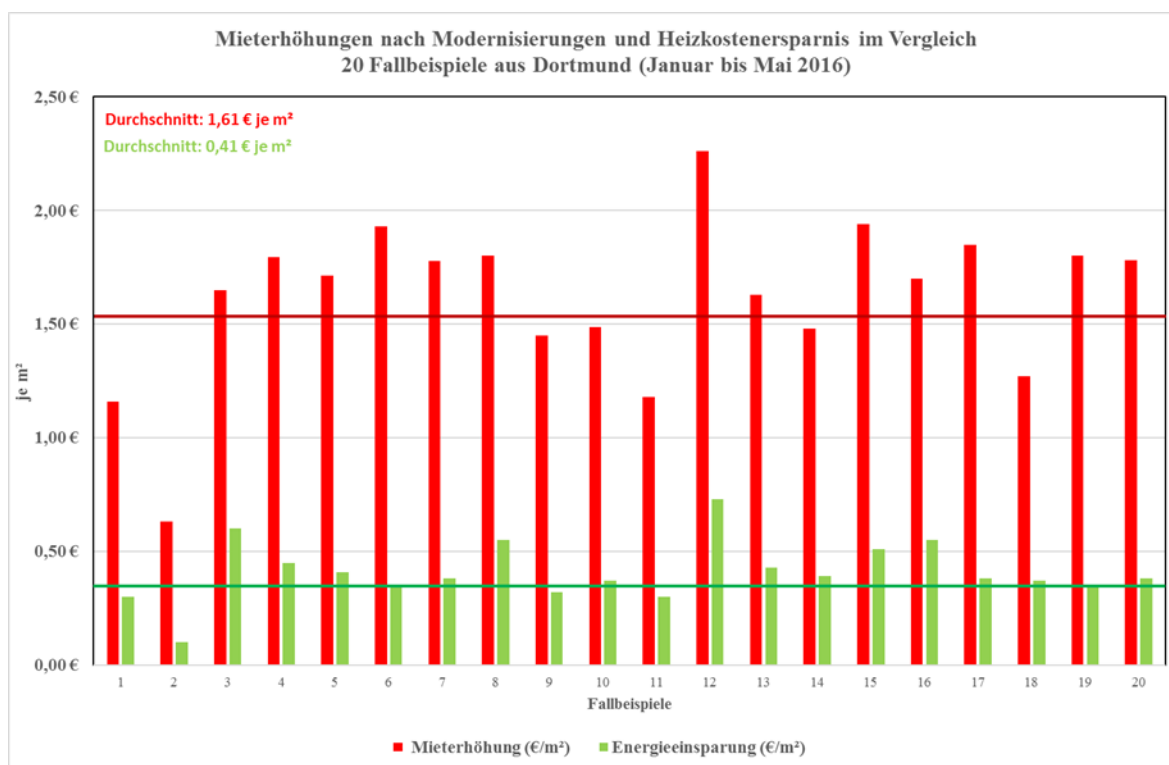
¹²¹ Das investierte Kapital sind die Herstellungskosten der Modernisierung. Die Gewinngröße ist in diesem Fall der zusätzliche Cash flow, der sich aus der Maßnahme ergibt (modernisierungsbedingte Mieterhöhung, evtl. niedrigere Verwaltungs- und laufende Instandhaltungskosten). Die Rendite kann nicht einfach mit dem Prozentsatz der Modernisierungsumlage (derzeit 11 Prozent) gleichgesetzt werden, weil 1. die Umlage nur an angespannten Märkten voll ausgeschöpft werden kann, 2. niedrigere laufende Bewirtschaftungskosten nach der Modernisierung zu erwarten sind, 3. in aller Regel auch nicht umlegbare Instandsetzungskosten bei einer Modernisierungsmaßnahme auftreten und 4. die ausgetauschten oder hinzugefügten Bauteile nur eine begrenzte Lebensdauer haben.

¹²² Grundlage ist eine Statistik zu den Modernisierungsberatungen, die sich auf alle Eigentümer bezieht.

nisierungsbedingte Mieterhöhung dürfte etwa 1,20 Euro betragen, demgegenüber beträgt die durchschnittliche Heizkostenersparnis nur etwa 45 Cent je m². Das Verhältnis beträgt also etwa 1:2,5. Für Hamburg wurde mit 1:3 bis 1:5 eine ähnliche Größenordnung genannt.

Noch deutlicher als in Berlin fällt dieser Unterschied in Dortmund aus. In 20 vom Mieterverein untersuchten Fällen lag die durchschnittliche modernisierungsbedingte Mieterhöhung bei 1,61 Euro je m². Dem stand eine durchschnittliche Heizkostenersparnis von nur 41 Cent je m² gegenüber (Abbildung 15).¹²³ Hier liegt das Verhältnis also bei 1:4. Durch die Maßnahmen stiegen die Mieten nach Abzug der Heizkostenersparnis durchschnittlich von 236 auf 314 Euro, also um 33 Prozent.

Abbildung 15: Mieterhöhungen nach Modernisierungen und Heizkostenersparnis: 20 Fallbeispiele aus Dortmund



Quelle: Mieterverein Dortmund 2016, eigene Berechnungen

Die Maßnahmen zur Steigerung der Energieeffizienz werden sich für die Mieter in den meisten Fällen auch in dynamischer Sicht als ineffizient erweisen, weil die Barwerte der ersparten Heizkosten unter den Barwerten der zu zahlenden Modernisierungsumlagen liegen werden, es sei denn, es käme in der Zukunft zu extremen Energiepreisstörungen. Die Umlage-
regelung setzt davon abgesehen Fehlanreize in dem Sinne, dass auch volkswirtschaftliche Effizienzkriterien verfehlt werden. Einem rationalen Vermieter kommt es in dem herrschenden Regulierungsumfeld darauf an, zunächst hohe Kosten zu produzieren und dann einen möglichst großen Teil davon auf die Jahresmiete umzulegen. Die Emissionsverringern ist in

¹²³ Die Größenordnung der Heizkostenersparnisse deckt sich mit den Angaben des Geschäftsführers der Arbeitsgemeinschaft für zeitgemäßes Bauen. Er hat die Erfahrungen seiner Organisation mit KfW-geförderten energetischen Sanierungen wie folgt auf den Punkt gebracht: „Uns ist kaum eine energetische Modernisierung bekannt, bei der die Ersparnis höher als 50 Cent pro Quadratmeter gelegen hätte“ (DIE WELT v. 27.07.2016).

diesem Kalkül nur eine nicht entscheidungsrelevante Nebenwirkung, da sie sich nicht auf den Gewinn des Vermieters auswirkt.¹²⁴

Obwohl bei der Deutschen Annington in einigen Fällen standortabhängig Teilverzicht im Hinblick auf die 11-prozentige Modernisierungumlage erfolgen¹²⁵, wird eine durchschnittliche Rendite auf das für die Maßnahmen eingesetzte Kapital von 7 Prozent erwartet. Die Gagfah nannte Ende 2013 eine Renditeschwelle von 9 Prozent. Aus der schriftlichen Befragung der börsennotierten Wohnungsunternehmen haben sich Renditeanforderungen ergeben, die sich überwiegend zwischen 6 und 8 Prozent bewegen.

Tabelle 20: Instandhaltungs- und Modernisierungskosten in € pro m² und Jahr

Unternehmen	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vonovia	14,21	14,48	10,54	10,89	12,86	14,70	17,59	23,02	33,04
Deutsche Annington	10,58	15,23	12,65	14,17	16,10	17,63	20,43	26,81	k.A.
GAGFAH	18,53	13,60	7,96	6,76	8,57	10,68	13,84	17,59	k.A.
Deutsche Wohnen			14,20	15,65	18,00	18,94	15,03	16,51	19,98
GSW				13,08	13,01	14,00	15,10	15,22	16,03
LEG	25,54	19,54	12,80	13,87	13,70	12,90	14,00	13,81	16,10
TAG				11,54	10,41	11,05	11,06	13,37	15,15
Grand City						10,90	13,70	13,80	14,10
Adler								15,57	k.A.
Buwog gesamt ¹²⁶						12,90	13,20	14,70	
conwert gesamt ¹²⁷						19,40	17,23	12,69	13,96
Akelius Dtld.							75,10	66,64	73,77

Quellen: Geschäftsberichte

Der Zeitpunkt des Börsenganges bzw. die Eigenschaft, börsennotiert zu sein, scheint nicht unbedingt prägend für die Modernisierungsstrategie der Unternehmen zu sein. Bei Grand City Properties war ebenso wenig wie bei der LEG nach dem Börsengang in 2013 ein wesentlicher Anstieg der aktivierten Modernisierungskosten zu beobachten. Eine allerdings gravierende Ausnahme bildet hier die Deutsche Annington, die nach dem Börsengang das Modernisierungsvolumen sehr deutlich gesteigert hat, was allerdings mit Mieterhöhungen für die betroffenen Mieter verbunden war. Dafür können aber

¹²⁴ Siehe dazu Kofner 2015.

¹²⁵ In Dortmund werden abhängig von Standorten und Ausgangsmieten Teilverzicht geleistet. Im Durchschnitt bewegt sich der Anteil der auf die Jahresmiete umgelegten Kosten dort zwischen 7 und 8 Prozent. In Berlin, Hamburg und Bonn wird die Modernisierungumlage dagegen voll ausgeschöpft. In Berlin wurden vereinzelt vorgesehene Maßnahmenbündel nach Mieterprotesten abgespeckt.

¹²⁶ Angabe jeweils zum 30.04. des Folgejahres.

¹²⁷ Bezug: Gesamtportfolio, bereinigt um Immobilienprojekte.

auch andere Faktoren wie die erfolgreiche Refinanzierung der Großverbriefung GRAND mitverantwortlich sein. Angesichts der Umfeldentwicklung (günstiges Zinsumfeld, Verschärfung der gesetzlichen Mietbegrenzungen für Mieterhöhungen und Neuvermietungen, absehbare Kürzung der Modernisierungumlage) ist die abgesehen von der Vonovia eher verhaltene Entwicklung der Modernisierungsinvestitionen der börsennotierten Wohnungsunternehmen etwas überraschend.

Der Vergleich des Investitionsverhaltens der börsennotierten mit dem der kommunalen Wohnungswirtschaft hat sich als instruktiv erwiesen: Abgesehen von den beiden Ausnahmen Akelius und Vonovia bleiben die Ausgaben der börsennotierten Wohnungsunternehmen für Instandhaltung und Modernisierung deutlich hinter dem Vergleichswert für die kommunalen Wohnungsunternehmen zurück (etwa 22,50 €/m² in 2015). Bis auf die Vonovia geben die börsennotierten Wohnungsunternehmen auch wesentlich weniger für die laufende Instandhaltung ihrer Wohnungsbestände aus als die kommunale Wohnungswirtschaft (Vergleichswert etwa 13,50 €/m² in 2015). Schließlich haben die Ausgaben für die Bestandspflege bei den kommunalen Wohnungsunternehmen eine völlig andere Zusammensetzung. Während die Ausgaben für Instandhaltung und Instandsetzung bei ihnen um die 60 Prozent der gesamten investiven Ausgaben entsprechen, haben die börsennotierten Unternehmen einen eindeutigen Schwerpunkt auf der Modernisierungsseite gesetzt. Die Befragung der Unternehmen deutet auf eine weitere Steigerung der geplanten Modernisierungsausgaben in der Zukunft hin. Die größere Bedeutung der Modernisierungen bei den börsennotierten Unternehmen ist eine Folge des höheren Gewichtes, welches diese Unternehmen den unterschiedlichen Auswirkungen von Instandhaltungs- und Modernisierungsmaßnahmen auf das Jahresergebnis und den Cash flow beimessen. Die Mieter der börsennotierten Unternehmen werden durch den anderen Mix der Ausgaben für die Bestandspflege allerdings stärker belastet.

5.6 Portfoliostrategien

Die jeweils verfolgte Portfoliostrategie kann man als strategische Klammer der Optimierungsbemühungen im Hinblick auf Cash flows, Geschäftsprozesse und Wohnungsbestände ansehen. Sie hat fundamentale Auswirkungen auf die Abgrenzung zwischen Kern- und Nichtkernbestand, die Positionierung des Unternehmens, die räumliche Verteilung seiner Wohnungsbestände, die angestrebte Einzelprivatisierungsquote sowie den externen Wachstumskurs.

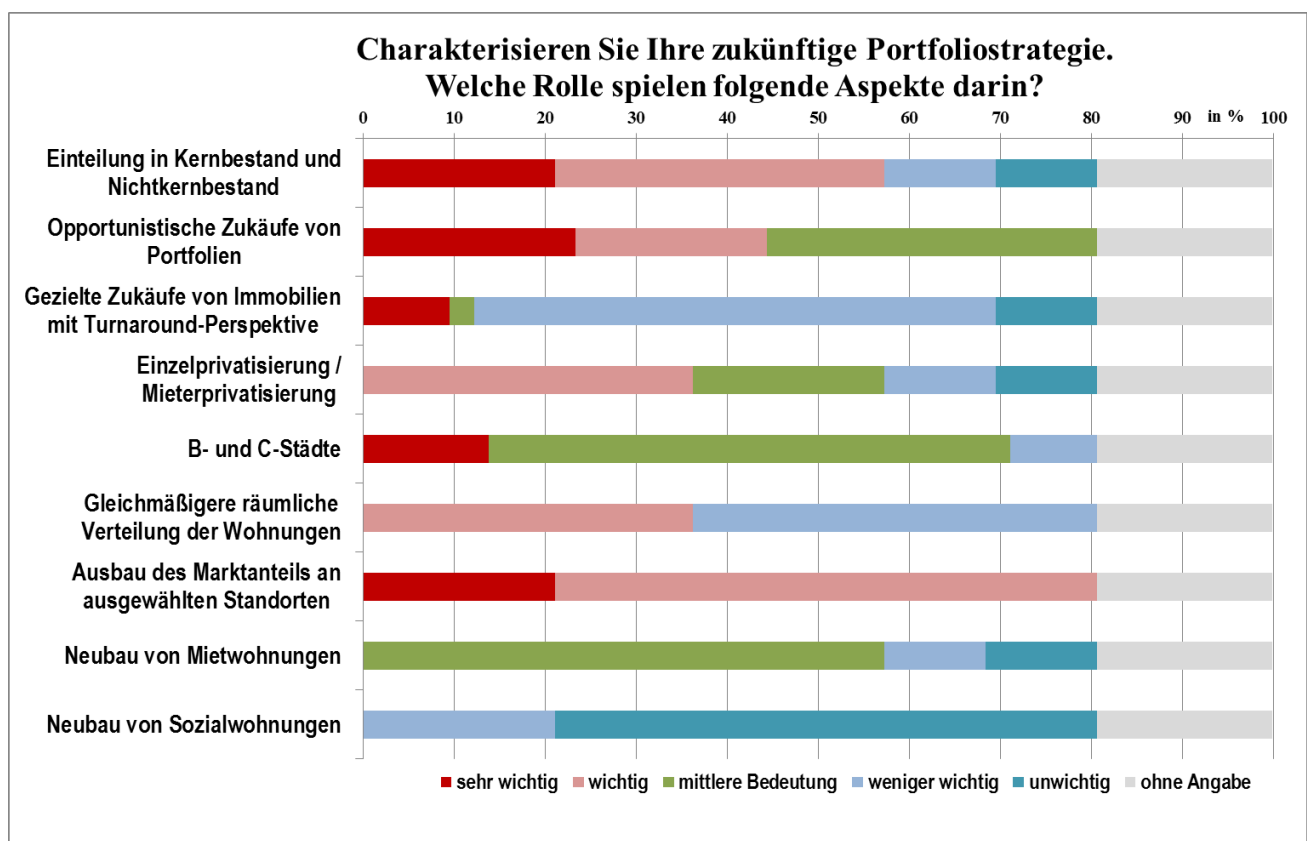
Der Ankauf von Wohnungsportfolios schafft Gelegenheiten für profitables Wachstum. Eine Akquisition kann zu einer besseren Ausnutzung eines bestehenden Bewirtschaftungsnetzes und damit zur Generierung von Synergien beitragen. Gewinnbeiträge können auch aus dem Leerstandsabbau im Ankaufportfolio sowie aus Skaleneffekten in der Beschaffung entstehen. Außerdem kann die gezielte regionale Ergänzung des bestehenden Portfolios zu einer Verbesserung der regionalen Risikostreuung im Gesamtportfolio führen.

Die Auswertung der Antworten der Unternehmen auf die schriftliche Befragung (Abbildung 16) hat gezeigt, dass „gezielte Zukäufe und Verkäufe, um durch räumliche Konzentration des Wohnungsbestandes an bestimmten Standorten die Kosten der Wohnungsverwaltung zu senken“ ein sehr wichtiger bzw. wichtiger Baustein der jeweiligen Portfoliostrategie sind. Die Möglichkeit, bei günstigen Kaufgelegenheiten Portfolios zuzukaufen und die Einteilung in Kern- und Nichtkernbestand haben eine mittlere Bedeutung für die Portfoliostrategien. Die Einzel- oder Mieterprivatisierung spielt dagegen nur für eines der antwortenden Wohnungsunternehmen eine wichtige Rolle. Der Neubau von Mietwohnungen bzw. Sozialwohnungen spielt nur eine untergeordnete Rolle.

Folgende bei den untersuchten Wohnungsunternehmen angewandte Portfoliostrategien sind für die Analyse der Geschäftsmodelle besonders aufschlussreich:

- Bildung strategischer Teil-Portfolios
- Positionierungsstrategien
- Räumliche Konzentrations- bzw. Diversifikationsstrategien
- Ergänzung des bestehenden Wohnungsportfolios durch Neubauprojekte
- Einzelprivatisierung von Wohnungen

Abbildung 16: Aspekte der zukünftigen Portfoliostrategie



Quelle: eigene Erhebung

5.6.1 Bildung strategischer Teil-Portfolios

Alle untersuchten börsennotierten Wohnungsunternehmen steuern ihre Wohnungsportfolios aktiv in dem Sinne, dass sie Teil-Portfolios bilden, für die unterschiedliche Normstrategien wie „Weiter so“, Modernisierung, Privatisierung oder Verkauf zum Verkehrswert gelten. Die Anwendung dieser Normstrategien wirkt sich auf die Interessen der betroffenen Anspruchs-

gruppen wie Mieter, Anwohner, Standortkommunen und Konkurrenten aus. So wirkt sich eine energetische Gebäudemodernisierung positiv auf die nationalen Klimaschutzziele aus, während die Mieter entsprechende Mieterhöhungen zu tragen haben.

Die Vonovia hat hauptsächlich folgende Kriterien angewandt, um Einheiten einem ihrer strategischen Teil-Portfolios zuzuordnen (Vonovia 2015): mikroökonomischer Ausblick für die Immobilien, langfristige demographische Entwicklungen und Entwicklungen des Mietwohnungsmarktes, betriebliche Effizienz und Potential für wertsteigernde Maßnahmen. Sie hat ihr Gesamtportfolio nach diesen Kriterien in sechs strategische Teil-Portfolios unterteilt: (i) Aktives Management, (ii) Gebäudemodernisierung, (iii) Wohnungsmodernisierung, (iv) Non Strategic (v) Privatisierung und (vi) Non-Core. Die strategischen Teil-Portfolios (i) bis (iii) bilden zusammen das Unterportfolio „Strategic“. Die Portfolios „Non Strategic“, „Privatisierung“ und „Non-Core“ zählen dagegen nicht zum Kernwohnungsbestand und sind zum Verkauf vorgesehen. Die Normstrategien der einzelnen strategischen Teil-Portfolios definieren die weitere Behandlung der jeweils zugeordneten Wohnungsbestände:

- I. **Aktives Management** (57 Prozent des Gesamtportfolios): Zum 30.09.2015 waren diesem Portfolio 209.456 Wohneinheiten (30.09.2014: 72.776 Wohneinheiten) mit einer Istmiete von EUR 5,78 pro m² und einer Leerstandsquote von 2,5 Prozent zugeordnet.¹²⁸ Es handelt es sich um Aktiva, bei denen mittelfristig kein Bedarf an wesentlichen Portfoliomaßnahmen, wie etwa größeren Investitionen oder Veräußerungen, besteht. Operative Wertsteigerungen sollen durch Erläsoptimierung sowie durch Kostensenkungen aufgrund von Skaleneffekten erreicht werden.
- II. **Gebäudemodernisierung** (14 Prozent des Gesamtportfolios): Zum 30.09.2015 waren 49.410 Wohneinheiten (30.09.2014: 47.965 Wohneinheiten) mit einer Istmiete von EUR 5,74 pro m² und einer Leerstandsquote von 2,7 Prozent diesem Portfolio zugeordnet. Die Immobilien in diesem Portfolio sind vorbehaltlich ausreichender Kapitalverfügbarkeit für energetische Sanierungsprojekte vorgesehen¹²⁹, die teilweise durch KfW-Kredite finanziert werden sollen. Das Investitionspotential ohne Gagfah wird mit 600 Mio. Euro veranschlagt. Für die Gebäudeinvestitionen wird eine durchschnittliche Rendite von 7 Prozent auf das investierte Kapital angestrebt (ohne Wertsteigerungen).
- III. **Wohnungsmodernisierung** (10 Prozent des Gesamtportfolios): Zum 30.09.2015 waren 37.344 Wohneinheiten (30.09.2014: 33.527 Wohneinheiten) mit einer Istmiete von EUR 6,25 pro m² und einer Leerstandsquote von 2,4 Prozent diesem Portfolio zugeordnet. Diese Wohnungen sind für größere Aufwertungen *bei Mieterwechseln* vorgesehen (barrierefreie Zugänge für seniorenfreundliches Wohnen sowie wertsteigernde Sanierungen von Wohnungen auf Märkten mit zusätzlichem Mietpotential). Das Investitionspotential ohne Gagfah wird mit 360 Mio. Euro veranschlagt. Der Renditeanspruch liegt auch hier bei 7 Prozent und die Finanzierung Förderdarlehen soll mit KfW-Darlehen sowie mit dem Cash flow aus der Geschäftstätigkeit erfolgen.
- IV. **Non Strategic** (9 Prozent des Gesamtportfolios): Zum 30. September 2015 waren 31.668 Wohneinheiten (30.09.2014: 0 Wohneinheiten) der Gruppe mit einer Ist-Miete von EUR 4,82 pro m² und einer Leerstandsquote von 7,0 Prozent diesem Portfolio zugeordnet. Es enthält Standorte und Teilbestände, die als nicht zwingend not-

¹²⁸ Darunter fallen auch die strategischen Gagfah-Immobilien, deren Modernisierungspotentiale aktuell analysiert werden.

¹²⁹ Typische Maßnahmen zielen auf eine Senkung des Energieverbrauchs durch bessere Isolierung und effizientere Heizungsanlagen ab. Nach der Gagfah-Übernahme ist aber nicht sicher, ob alle entsprechenden Gebäudeinvestitionen weiter verfolgt werden.

wendig für die weitere strategische Entwicklung der Gruppe sind (Standorte mit unterdurchschnittlichen Mietwachstumsprognosen und periphere Lagen). Die Wohnungsbestände in diesem Portfolio sollen opportunistisch verkauft werden, falls die Preise attraktiv genug sind.

- V. Privatisierung (6 Prozent des Gesamtportfolios): Zum 30.09.2015 waren 22.961 Wohneinheiten (30.09.2014: 20.205 Wohneinheiten) mit einer Istmiete von EUR 5,74 pro m² und einer Leerstandsquote von 4,6 Prozent dem Portfolio „Privatisierung“ zugeordnet. Der Privatisierungsbestand umfasst Eigentumswohnungen sowie Einfamilienhäuser, die bereits für den Verkauf an private Eigentümer und kleinere Investoren vorbereitet sind. Diese Einheiten sollen langfristig zu Durchschnittspreisen verkauft werden, die mindestens 20 Prozent über den Verkehrswerten liegen.¹³⁰
- VI. Non-Core (4 Prozent des Gesamtportfolios): Zum 30.09.2015 waren 16.079 Wohneinheiten (30.09.2014: 9.510 Wohneinheiten) mit einer Istmiete von EUR 4,52 pro m² und einer Leerstandsquote von 10,9 Prozent dem Portfolio „Non-Core“ zugeordnet. Diese Gebäude sind in Städten oder Regionen mit minimaler Präsenz der Gruppe oder an Makro- oder Mikrostandorten mit negativem Ausblick und strukturell niedrigen Mietniveaus oder hohen Leerstandsquoten gelegen. Ferner enthält dieses Portfolio große Gewerbeeinheiten. Die Gebäude in diesem Portfolio sollen in etwa zu ihrem Verkehrswert verkauft werden.

Die aktive Portfoliomanagement-Strategie der Deutsche Wohnen AG basiert auf einem analytischen Scoring-Ansatz, der aus einer Makro- und einer Mikroanalyse besteht und auf Key Performance-Indikatoren basiert (M.M. Warburg & Co 2016, S. 73-75). Es werden historische Daten (Änderung in Haushalten und Istmieten sowie Bevölkerungswachstum), prognostische Daten (Bevölkerungs- und Haushaltsprognosen), makroökonomische Daten (Arbeitslosenquote und Kaufkraft pro Kopf einschließlich Veränderung im Zeitablauf) und Infrastruktur-Daten (hochqualifizierte Mitarbeiter und Studenten pro Einwohner) verwendet, um das Portfolio in drei Segmente zu unterteilen:

- Core+ („Wachstum“) Regionen mit steigenden Wohnungsbedarf und dynamischem Wirtschaftsumfeld. Die meisten Märkte mit einem starken Mietwachstum sind hier zu finden.
- Core („Rendite“) Regionen mit stabilem Wirtschaftsumfeld und einer gleichbleibende Anzahl an Haushalten. Hier findet man Märkte mit moderat steigenden Mieten.
- Non-Core („Risiko“) Regionen mit stagnierendem Wirtschaftsumfeld oder negativem Trend, so dass Bestände in diesen Regionen zum Verkauf stehen.

Zur Ermittlung der passenden objektspezifischen Strategie wird ein Mikro-Scoring verwendet, mit dem Performance- (z.B. Fair value, Mietwachstum, Instandhaltung pro m², Leerstandsquote), Zustands- und Standortindikatoren auf Einzelwohneinheitenbasis zu einem Mikro-Score zusammengefasst werden, der als Benchmark für Verkäufe und Akquisitionen dient. Abhängig von individueller Performance, Zustand und Standort werden die Immobilien drei Strategie-Clustern zugeordnet.

- Die „Bewirtschaften“-Strategie (ca. 82 Prozent des Portfolios) kommt bei Wohneinheiten mit gutem oder ausgezeichnetem Zustand zum Einsatz, bei denen der Schwerpunkt auf Wiedervermietung und Realisierung von Mietpotentialen liegt, indem die Lücke zu Bestands- und Marktmieten ohne oder mit nur wenigen Investitionen geschlossen wird.

¹³⁰ Vonovia 2015, S. 83 f. Das Unternehmen nimmt einen erheblichen Einfluss dieser Verkäufe „sowohl auf den Cash flow als auch auf das Ergebnis aus der Veräußerung von Immobilien“ an.

- Die „Entwickeln“-Strategie (ca. 11 Prozent des Portfolios) wird für Wohneinheiten angewendet, die zwar an attraktiven Standorten liegen, aber in unterdurchschnittlichem Zustand sind und deshalb durch Investitionen aufgewertet werden sollen (31 Prozent erwartetes Mietwachstumspotential).
- Die „Verkaufen“-Strategie (ca. 7 Prozent des Portfolios) wird auf alle Wohneinheiten der Non-Core-Regionen sowie auf etwa 5 Prozent der Bestände der Core+ und Core-Regionen angewendet, wo durch Privatisierungen und Blockverkäufe opportunistisch Wert geschaffen werden soll.

Das sogenannte Vermietungsportfolio umfasst die Cluster „Bewirtschaften“ und „Entwickeln“.

Diese Einteilung des Wohnimmobilienbestandes unterscheidet sich von den strategischen Teil-Portfolios bei der Vonovia. Während die Segmente „Aktives Management“ bzw. „Bewirtschaften“ ähnlich abgegrenzt sind, entsprechen dem Segment „Entwickeln“ bei der Deutsche Wohnen die beiden Segmente „Gebäudemodernisierung“ und „Wohnungsmodernisierung“ der Vonovia. Deren Segmente „Privatisierung“, „Non-Core“ und „Non Strategic“ entsprechen im Wesentlichen dem Segment „Verkaufen“ bei der Deutsche Wohnen. Gemeinsam ist beiden Strategien, dass die Bestände in den Non core-Regionen komplett verkauft werden sollen. Die vorgesehene Verkaufsquote einschließlich der für die Einzelprivatisierung vorgesehenen Wohnungen liegt bei der Vonovia allerdings mehr als doppelt so hoch.

Beim Vergleich der Verteilung der Wohnungen auf die Segmente fällt auf, dass der aktiv weiter zu bewirtschaftende Bestand (wo keine wesentlichen Investitionen geplant sind) bei der Vonovia deutlich kleiner ausfällt als bei der Deutsche Wohnen. Diesem niedrigen Anteil steht bei der Deutschen Annington spiegelbildlich ein höherer Anteil von Wohnungen im Investitionsportfolio gegenüber.

5.6.2 Positionierungsstrategien

Die Gegenüberstellung der Positionierungsstrategien von Grand City Properties S.A. und Akelius Residential AB öffnet unseren Blick für das gesamte Spektrum der Positionierungsmöglichkeiten eines Wohnungsunternehmens zwischen dem günstigen und dem gehobenen Marktsegment.

Das Geschäftsmodell der Grand City Properties S.A. (GCP) stellt ganz wesentlich auf das Investment in und das Management von sogenannten „Turnaround-Immobilien“ ab. Das sind Immobilien mit schwerwiegenden und messbaren Performance-Problemen (Leerstand, Instandhaltungskosten, Mietentwicklung, etc.), bei denen aber die Hoffnung besteht, mit geeigneten Maßnahmen (Umbau, Modernisierung, Repositionierung, etc.) die Kennzahlssituation wesentlich verbessern zu können.

Um seine Akquisitionspolitik entsprechend zu fokussieren ist das Unternehmen GCP bestrebt, nur sogenannte „Cherry-pick deals“ abzuschließen. Dabei werden folgende Akquisitionskriterien zugrunde gelegt:

- Akquisition in dichtbesiedelten Gebieten und großen Städten
- Einen hohen Cash flow generierende Vermögenswerte
- Leerstandsreduktionspotential
- Mietniveau pro m² unter Marktniveau („under-rented“), Aufwärtspotential und geringes Verlustrisiko

- Kaufpreise unter Wiederbeschaffungskosten und unter den Marktwerten
- Potential, die Bewirtschaftungskosten zu senken

Nach der Übernahme werden verschiedene Werthebel eingesetzt, um den Gewinn und die Immobilienwerte zu steigern: u.a. Modernisierungsinvestitionen, Mieterhöhungen, Leerstandsabbau, Kostensenkung, Verbesserung der Mieterzufriedenheit. Die IT- und die Finanzierungsstrukturen werden optimiert. Laut eigener Aussage behält das Unternehmen 90 Prozent der erworbenen Immobilien langfristig im Eigenbestand.

GCP hat die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien des Immobilienportfolios in drei Kategorien nach der Turnaround Stage zusammengefasst. Das ermöglicht die effiziente Verwaltung und ständige Überwachung des Turnaround-Fortschritts und der Neupositionierungsaktivitäten:

- stabilisierte Immobilien mit Leerstandsdaten unter 5 Prozent,
- fortgeschrittene Turnaround-Objekte mit Leerstandsdaten zwischen 5 und 15 Prozent und
- Early Turnaround-Objekte mit Leerstandsdaten über 15 Prozent.

Von den 52.000 Einheiten im Portfolio der GCP waren im März 2015 ca. 43 Prozent in der stabilisierten Phase, ca. 30 Prozent befanden sich im fortgeschrittenen Turnaround-Stadium und ca. 27 Prozent in der frühen Turnaround-Phase (Consolidated Financial Statements 2014, S. 15-17).

Die Verteilung des Wohnungsbestandes auf die Portfoliostufen hat sich seit 2011 wesentlich verändert. Insbesondere hat sich der Anteil der Objekte in der frühen Turnaround-Phase mehr als halbiert (auf 27 Prozent im März 2015), während sich der Anteil der stabilisierten Objekte trotz ständiger Zukäufe seit 2011 mehr als vervierfacht hat (auf 43 Prozent im März 2015).¹³¹

Die Erfolge des Unternehmens beim Leerstandsabbau sind beeindruckend. Es gibt Teilportfolien in Berlin und NRW, wo zweistellige Leerstandsquoten bei Übernahme innerhalb von zwei Jahren auf 0 bzw. 1 Prozent gedrückt werden konnten. Bei einem anderen Portfolio in NRW konnte der Leerstand von 41 Prozent im Jahr 2008 auf 4 Prozent zum Jahresende 2014 gesenkt werden. Damit einher ging eine Steigerung der Jahresnettokaltnieten um 76 Prozent.

Die Turnaround-Strategie der GCP weist deutliche Parallelen zu der sogenannten „Kapitalrecycling-Strategie“ der TAG auf. Während sich die TAG grundsätzlich als Bestandhalter versteht, gewinnt die Ende 2014 eingeführte Kapitalrecycling-Strategie zunehmend an Bedeutung. Danach werden Immobilien zu möglichst niedrigen Multiplikatoren angekauft (Ankaufmultiplikator von 9,6 im Jahresdurchschnitt 2015), dann entwickelt (Hebung von Wertsteigerungspotentialen durch Leerstandsabbau und Mietsteigerung) und schließlich opportunistisch zu wesentlich höheren Multiplikatoren wieder veräußert (Verkaufsmultiplikator von 19,6 im Jahresdurchschnitt 2015), sobald ihr Entwicklungspotential ausgeschöpft ist. Die realisierten Verkaufserlöse werden ausgeschüttet oder wieder in Immobilien mit höheren Renditen investiert, die über Entwicklungspotential verfügen. Im Rahmen der Kapitalrecycling-Strategie wird allerdings eine gewisse räumliche Neuausrichtung

¹³¹ Company Presentation, Abruf am 21.11.2015.

des Portfolios in Kauf genommen (Ankäufe schwerpunktmäßig in stabilen Märkten, Verkäufe in hochpreisigen Märkten), was auf Dauer zu einer Verschlechterung der Gesamtportfolioqualität führen könnte.¹³²

Ein gänzlich anderes Geschäftsmodell als GCP und TAG verfolgt die von einer wohltätigen Stiftung ihres Gründers kontrollierte schwedische Aktiengesellschaft Akelius Residential AB. Dieses zeichnet sich durch drei Besonderheiten aus, zu denen es unter den börsennotierten Konkurrenten keine Entsprechungen gibt:

- Die Positionierung orientiert ausschließlich auf das gehobene Segment.
- Es werden Wohnungsbestände in sechs Ländern unterhalten (Schweden, Deutschland, Frankreich, Kanada, England, USA).
- Der räumliche Fokus liegt auf internationalen Metropolen: 80 Prozent der Wohnungen liegen in Metropolen wie Berlin, London, Paris, Stockholm und New York.

Akelius hält insgesamt 51.000 Wohnungen, davon 25.000 in Deutschland und davon wiederum rund 75 Prozent in Berlin und Hamburg. Die Akquisitionsstrategie folgt wie bei GCP der Philosophie des „Cherry-picking“. Daraus folgt, dass die Größe der Ankaufportfolios begrenzt ist. Der Ankauf von gemischten Portfolios mit der anschließenden Notwendigkeit, die nicht zum Geschäftsmodell passenden Wohnungen wieder zu verkaufen, würde diesem Ansatz widersprechen.

Genau wie GCP setzt auch Akelius auf den Kauf von Immobilien mit begrenztem Abwärtsrisiko. Konkret wird in Wohnungen mit Mieten unter dem Marktniveau an Standorten mit demographischem Potential investiert. Bei den Standorten muss es sich um wachsende Metropolen „mit Seele“ in stabilen Ländern handeln. Damit hat Akelius den Kreis der in Frage kommenden Makro-Standorte einerseits enger und andererseits weiter definiert (auch Standorte außerhalb Deutschlands) als die anderen untersuchten Wohnungsunternehmen. Der binationale Ansatz, den conwert und Buwog mit ihren Beständen in Deutschland und Österreich verfolgen, ist mit dem globalen Ansatz von Akelius insoweit nicht vergleichbar.

Die Mikro-Standorte der Akelius-Akquisitionen müssen ein erhebliches Mieterhöhungspotential bieten, das nicht zuletzt durch umfängliche Modernisierungsinvestitionen gehoben werden soll. Damit verbunden ist die Erwartung einer sicheren und wachsenden Rendite über die Mindesthaltedauer von 10 Jahren.

Modernisierungsbedingte Mieterhöhungen sind für Akelius der wichtigste Mieterhöhungskanal. Jedes Jahr modernisiert Akelius etwa 4.000 Wohnungen. Die Modernisierungsstrategie zielt auf das obere Marktsegment ab. Das bedeutet, dass Akelius Wohnungen hochwertig modernisiert.¹³³ Die Wohnimmobilien werden in der Regel erst wieder verkauft, wenn sie vollentwickelt, das heißt umfassend modernisiert sind und die erzielte Miete sich der potentiellen Marktmiete für vergleichbaren modernisierten Wohnraum weitgehend angenähert hat. Dann ist ihr Potential „ausgeschöpft“. Akelius verhält sich insoweit opportunistisch, das heißt es wird nicht schematisch nach Ablauf einer vorgegebenen Haltefrist verkauft, sondern erst dann, wenn ein guter Preis geboten wird. Einzelprivatisierungen sind Teil des Geschäftsmodells, wenn der Markt einen Aufschlag gegenüber dem Preis einer vergleichbaren Mietwohnung hergibt.

¹³² Siehe dazu M. M. Warburg 2016, S. 115 f.

¹³³ Unter anderem werden die Wohnungen mit Parkettboden und hochwertigen Markenküchen und Markengeräten ausgestattet.

In Deutschland war das Wachstum der Mieteinnahmen vor allem durch neue Mietverträge angetrieben. Die durchschnittliche Neuvertragsmiete konnte aufgrund der umfänglichen Modernisierungen und der attraktiven Standorte im Portfolio im Jahr 2014 um 51 Prozent gesteigert werden. Die Neuvermietungen repräsentierten 70 Prozent des Wachstums der Mieteinnahmen, das in diesem Jahr bei 5,4 Prozent lag. Der Rest ist das Ergebnis von Anpassungen an den Mietspiegel, indexierten Verträgen und modernisierungsbedingten Mieterhöhungen. Es ist zu vermuten, dass die Modernisierungen in der Mehrzahl der Fälle mit Mieterwechseln einhergehen. Insoweit dürfte von dem aufwertungsfixierten Geschäftsmodell ein erheblicher Verdrängungsdruck auf die Mieter ausgehen.

5.6.3 Räumliche Risikostreuung: Konzentration versus Diversifikation

Bei der Übernahme eines Unternehmens kann einerseits die räumliche Nähe des eigenen Portfolios zu dem des Übernahmeportfolios ausschlaggebend sein, um durch weitere Konzentrationen die Kosten bei der Bewirtschaftung und Wohnungsverwaltung zu reduzieren. Andererseits kann die räumliche Ergänzung des Übernahmeportfolios in anderen Regionen und Marktlagen unter Risikogesichtspunkten (Vermeidung eines Klumpenrisikos) ein Übernahmekriterium sein.

Die Übernahmestrategie der Deutschen Annington ist ein Beispiel für die gezielte räumliche Erweiterung eines Wohnungsportfolios. Die Zukäufe von vitus, DeWAG und Franconia waren auf Seiten der Deutschen Annington nicht zuletzt mit der Verbesserung der räumlichen Streuung des Gesamtportfolios im Sinne einer ausgewogeneren Verteilung motiviert.

Die LEG hat dagegen bis heute ihr angestammtes Territorium in NRW nicht verlassen. Das Unternehmen ist nicht zuletzt auch wegen seines engen NRW-Fokus zu einem Übernahmekandidaten geworden, denn die Aktionäre achten auf die räumliche Risikostreuung und entsprechende Kumulrisiken können zu Bewertungsabschlägen führen. Auch die Ratingagenturen haben der LEG das mit ihrem NRW-Fokus verbundene Klumpenrisiko vorgehalten.

Ein weiteres Beispiel für eine räumlich fokussierte Portfoliostrategie bildet die Deutsche Wohnen AG, die nicht zuletzt durch die Übernahme der Berliner GSW den Anteil der im Großraum Berlin gelegenen Wohnungen auf mittlerweile 73 Prozent ihres Gesamtbestands steigern konnte. Dieser Berlin-Fokus wird der Finanzöffentlichkeit als wesentlicher Vorteil für die Aussichten der Aktie dargestellt. Die herausragende Entwicklung des Berliner Wohnungsmarktes in den letzten Jahren stützt diese Argumentation. Aber grundsätzlich handelt es sich auch hier um ein Klumpenrisiko.

Einen anderen Ansatz verfolgt die Akelius Residential AB, die länderübergreifend in verschiedene Metropolen investiert (Abschnitt 5.6.2). Die Buwog konzentriert zumindest ihre Projektentwicklungsaktivitäten auf die Metropolen Berlin, Hamburg und Wien und ist in Deutschland im Übrigen nur im Nordwesten vertreten. Das Portfolio von Adler Real Estate schließlich ist vornehmlich auf die Ränder von Ballungsgebieten und sogenannte B-Städte ausgerichtet, also gerade nicht auf die Metropolen.

Auch bei der räumlichen Verteilung der Wohnungsbestände ergibt sich also ein heterogenes Bild. Überwiegend werden aber räumlich fokussierte Strategien angewendet, die sich jedoch deutlich voneinander unterscheiden. Es finden sich Strategien, die auf einzelne Bundesländer oder einzelne Metropolen fokussieren neben solchen, die auf Städtekategorien abstellen. Der Gedanke der räumlichen Risikostreuung findet sich am deutlichsten in der Portfoliostrategie der Vonovia wieder.

5.6.4 Wohnungsneubau

Die Ergänzung der bestehenden Wohnungsportfolios durch Neubauprojekte spielt bei den börsennotierten Wohnungsunternehmen bislang keine große Rolle. Im Unterschied dazu sind die kommunalen Wohnungsunternehmen derzeit standortabhängig wichtige Träger der Neubauaktivität.¹³⁴ Durch die Verkäufe von öffentlichen und ehemals werksverbundenen Wohnungsunternehmen stehen die betreffenden Unternehmen heute überwiegend nicht mehr als Träger des Wohnungsneubaus zur Verfügung. Insgesamt kommen die GdW-Mitgliedsunternehmen im Jahr 2016 voraussichtlich auf eine Neubauleistung von etwa 2,2 Wohnungen pro 1.000 Einwohner (kommunale Wohnungsunternehmen allein ca. 2,8 Wohnungen).

Auf dem Gebiet des Neubaus von Wohnungen verhalten sich die börsennotierten Unternehmen aber nicht einheitlich. Für Aelius, GCP und TAG sind keine Neubauaktivitäten bekannt. Die LEG will nicht in größerem Umfang in die Projektentwicklung einsteigen (Rheinische Post v. 11.03.2016). Erste Ansätze zur Entdeckung bzw. Wiederentdeckung des Wohnungsneubaus findet man dagegen bei Adler (ein Nachverdichtungsprojekt in Frankfurt-Niederrad) und mehr noch bei der Deutschen Wohnen (zwei Nachverdichtungsprojekte in Berlin, ein Nachverdichtungs- und ein Neubauprojekt in Potsdam, langfristiges Neubaupotential wird mit rund 7.000 Wohneinheiten veranschlagt¹³⁵). Schon länger in der Projektentwicklung engagiert sind die beiden Aktiengesellschaften mit Sitz in Wien. Der Wohnungsneubau ist in ihren Geschäftsmodellen eine wichtige Säule. Neben der Buwog AG ist auch die conwert Immobilien Invest SE in der Projektentwicklung aktiv, u.a. im geförderten Wohnbau in Österreich. Bei der Vonovia schließlich befinden sich umfangreiche Neubaumaßnahmen in der Planung. Dabei handelt es sich allerdings ausschließlich um Nachverdichtungsmaßnahmen. Nachfolgend werden die Neubaustrategien von Buwog und Vonovia miteinander verglichen.

Die im Mai 2014 von der Immofinanz abgespaltene österreichische Buwog AG verfügt in Deutschland über knapp 30.000 Wohnungen. Anders als bei den meisten ihrer börsennotierten Konkurrenten basiert ihr Geschäftsmodell auch auf dem Neubau und der Einzelprivatisierung von Wohnungen.¹³⁶

Die Buwog Group hat von allen börsennotierten Marktakteuren der Wohnungswirtschaft den stärksten Fokus auf dem Geschäftsbereich Property Development. Die Projektentwicklung von Wohnimmobilien für den Eigenbestand oder zum direkten Verkauf nach Fertigstellung konzentriert sich auf Wien und Berlin (wo die BUWOG Group über langjährige lokale Marktkennntnisse verfügt) und neuerdings auch auf Hamburg. So befinden sich in Berlin mehr als 2.500 und in Hamburg mehr als 1.000 Wohneinheiten in der Projektpipeline der Buwog. Die Projekte werden überwiegend auf eigens für die Bebauung angekauften unbebauten Grundstücken realisiert. Sie haben zum Teil die Dimension von Siedlungsbauten (zwei Projekte in Berlin mit jeweils rund 800 Wohneinheiten im Bau bzw. in der Planung).¹³⁷

Die Vonovia versteht sich dagegen nicht als Neubau-Entwickler und will auch keine Randsiedlungen schaffen. Sie hat aber erhebliche Nachverdichtungspotentiale in ihren bestehenden Siedlungen identifiziert.¹³⁸ Das Unternehmen plant in großem

¹³⁴ So hat die Hamburger SAGA GWG 2014 und 2015 jeweils 1.000 Wohnungen neu gebaut. Die Stuttgarter SWSG hat in 2015 415 Neubauwohnungen fertiggestellt, die Kölner GAG 389 und die Nassauische Heimstätte über 800 Wohnungen. Der Wirtschaftsplan der Münchner GWG sieht für den Zeitraum 2016 bis 2020 die Fertigstellung von jahresdurchschnittlich 537 Wohnungen vor.

¹³⁵ Präsentation anlässlich des Capital markets day am 20.11.2015.

¹³⁶ IZ v. 03.09.2015. Zur Einzelprivatisierung der conwert siehe den nachfolgenden Abschnitt.

¹³⁷ Pressemeldung v. 05.11.2015.

¹³⁸ Beitrag „Was ist emotionaler als das eigene Zuhause“ in Wohnen & Gesellschaft 2015.

Maßstab Nachverdichtungen und Aufstockungen und zwar in Verbindung mit einem möglichst hohen Vorfertigungsgrad, um die Baukosten zu minimieren. Die Vonovia hat ihren gesamten Grundstücksbestand systematisch auf entsprechende Nachverdichtungsmöglichkeiten hin überprüft. Ein Bestandszuwachs um 30 Prozent wird in den untersuchten Quartieren im Durchschnitt technisch und räumlich für möglich gehalten. Gebaut werden soll aber „nur da, wo der Wohnungsmarkt es hergibt, also in den wachsenden Metropolregionen und an besonders nachgefragten Standorten.“¹³⁹ Entsprechende Nachverdichtungspotentiale bestehen vor allem auf den Dächern, an den Schmalseiten der Häuser und auf Grünstreifen. Für die Aufstockung von Häusern denkt man an System-Bautypen aus Holz, die im Grundsatz immer gleich aufgebaut sind, sich aber an jedes vorhandene Haus anpassen lassen.

5.6.5 Einzelprivatisierung

Die Einzelprivatisierung galt ursprünglich als Vorzugsvariante für den Exit en détail, da hier oft die höchsten Margen im Verhältnis zum Buchwert der Wohnungen erzielt werden. Generell können einzelne Wohneinheiten im Vergleich zu ganzen Paketen zu höheren Preisen bzw. zu Preisen über dem Verkehrswert verkauft werden. Die hoch gesteckten Erwartungen hat dieser Werthebel aber nicht erfüllt. Bereits im Jahr 2008 hat die Deutsche Wohnen angekündigt, auf weitere Mieterprivatisierungen verzichten zu wollen (Haimann 2008). Der Vorsitzende der Geschäftsführung der Deutschen Annington erklärte, dass es in der jetzigen Situation in vielen Fällen einfach wirtschaftlicher sei, die Wohnungen im Bestand zu behalten und der Geschäftsführer der Berliner GSW bestätigte, dass für große Wohnungsunternehmen die Wohnungsprivatisierung wirtschaftlich zunehmend an Bedeutung verliere (Handelsblatt v. 01.09.2008). Damit hatte dieser Werthebel bereits vor den großen Börsengängen nach der Beruhigung der Finanzkrise an Bedeutung verloren. Es gibt aber noch börsennotierte Wohnungsunternehmen, die der Einzelprivatisierung einen hohen Stellenwert einräumen.

Dazu zählt die Adler Real Estate AG, die sich als Privatisierungsexperte versteht. Der Vorstand der Gesellschaft hat für die Zukunft optimistische Ertragserwartungen in Hinblick auf diesen Geschäftszweig: „An den Märkten führen die niedrigen Zinsen zu einer regen Nachfrage nach Wohneigentum von immer breiteren Bevölkerungsschichten, wodurch das Privatisierungsgeschäft deutlich profitieren kann. Zunehmend interessant wird beim gegenwärtigen Zinsniveau auch die Privatisierung für bestehende Mieter, die im Rahmen ihrer Altersvorsorge künftige Mietpreisssteigerungen durch Erwerb von Wohneigentum vermeiden wollen“ (GB 2015, S. 35 f.).

Die Adler-Tochtergesellschaft ACCENTRO ist seit 1999 erfolgreich auf dem Gebiet der Privatisierung tätig. Die Bedeutung dieses Geschäftsbereiches wird auch daran deutlich, dass der Bereich „Handel“ (An- und Verkauf von Immobilien, bei dem in der Regel einzelne Wohnungen an private Kapitalanleger und Mieter verkauft werden sowie das Vermittlungsgeschäft im Rahmen der Wohnungsprivatisierung) in der Organisation gleichberechtigt neben dem Geschäftsbereich „Bestand“ angesiedelt ist. Zum 31.12.2015 waren 1.934 Wohnungen dem Privatisierungsbestand zugeordnet, das entspricht 3,7 Prozent des gesamten Wohnungsbestandes von Adler. Berlin ist für Adler der Schwerpunktmarkt bei der Privatisierung von Wohnimmobilien (GB 2015, S. 8).

¹³⁹ Beitrag „Eins aufs Dach“ in Wohnen & Gesellschaft 2015.

Bei der Buwog AG ist der Bereich Property Sales mit 23 Prozent des operativen Ergebnisses der zweitgrößte Geschäftsbereich. Die Verkaufserlöse werden hauptsächlich in Österreich generiert und in ausgewählte deutsche Märkte mit höheren Renditen reinvestiert (sogenannter „Kapital-Recycling“-Ansatz). Die Einzelwohnungsverkäufe (Unit Sales) bilden einen wesentlichen Eckpfeiler der ertragsorientierten Portfoliooptimierung. Das Geschäftsmodell der Einzelwohnungsverkäufe basiert darauf, dass der erzielbare Verkaufserlös über dem Barwert der zukünftigen Cash flows aus geförderten Wohnungsmieten liegt. In den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2015/16 wurden insgesamt 315 Einzelwohnungsverkäufe mit einer Marge von 62 Prozent auf den berichteten Fair Value realisiert. Die Buwog hat weitere 13.200 Wohneinheiten für den Einzelwohnungsverkauf ermittelt. Damit reicht die „Pipeline“ über einen Abverkaufszeitraum von 23 Jahren (M. M. Warburg & Co 2016, S. 137).

Für die Akelius Residential AB sind Einzelprivatisierungen Teil des Geschäftsmodells, wenn der Markt einen Aufschlag gegenüber dem Preis einer vergleichbaren Mietwohnung hergibt (Abschnitt 5.6.2). Bei der Deutsche Wohnen AG entwickelt sich das Einzelprivatisierungsgeschäft mit einem Volumen von 193 Mio. Euro bei einer Bruttomarge von 41 Prozent in den ersten drei Quartalen 2015 zu einer „wertschöpfenden Ergänzung“ (M. M. Warburg & Co 2016, S. 65 u. 73).

Die Deutsche Annington war seinerzeit mit besonders ehrgeizigen Zielen für die Einzelprivatisierung gestartet, die in den ersten Jahren auch erfüllt wurden. Das von dem Viterro-Ankauf geprägte Geschäftsjahr 2005 brachte auch einen Rekord bei den Wohnungsverkäufen mit sich. Von insgesamt 12.000 verkauften Wohneinheiten waren über 7.000 Einzelprivatisierungen. In den folgenden Jahren gingen die Privatisierungs- und Bruttoverkaufsquoten allerdings deutlich zurück, wobei sich in den Jahren 2010-2014 der Anteil der privatisierten Einheiten an allen Verkäufen wieder deutlich erhöht hat. Jahresdurchschnittlich wurden in diesem Zeitraum knapp 2.500 Wohnungen privatisiert, dies vor dem Hintergrund, dass bei der Deutschen Annington seit 2005 keine Umwandlungen mehr erfolgt sind.

Die Vonovia hatte zum 30.09.2015 noch knapp 23.000 Wohnungen im Privatisierungsbestand. Davon werden etwa 10 Prozent im Jahr einzeln privatisiert. Die Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser im Privatisierungsbestand sollen langfristig zu Durchschnittspreisen verkauft werden, die mindestens 20 Prozent über dem Verkehrswert liegen. Das Privatisierungsportfolio entspricht wertmäßig 7 Prozent des gesamten Wohngebäudeportfolios der Vonovia (gemessen am Fair value). Die Vonovia betrachtet die Privatisierung weiterhin als nachhaltiges Element der Wertschöpfung. In den ersten 9 Monaten des Jahres 2015 realisierte das Unternehmen im Rahmen des Privatisierungsprogramms eine Marge von 37,1 Prozent.

Nur eine Nebenrolle spielt das Einzelprivatisierungsgeschäft im aktuellen Geschäftsmodell der LEG Immobilien AG. Dagegen gehörte der Einzelverkauf von Wohnungen in den Jahren vor ihrer Privatisierung zum Geschäftsmodell der seinerzeit noch landeseigenen LEG. In den Jahren 2002 bis 2007 wurden mehr als 1.600 Wohnungen privatisiert. Auf das Jahr 2007 entfielen dabei allein rund 500 Wohneinheiten, womit das Ziel der „behutsamen“ Mieterprivatisierung im Umfang von jährlich 500-700 Wohneinheiten von der LEG erreicht wurde. Die Liquiditätszuflüsse sollten vor allem der Finanzierung des Modernisierungsprogramms der LEG dienen, das eine Laufzeit bis 2012 haben sollte.¹⁴⁰ Die Verkaufsstrategie änderte sich noch im Jahr der Veräußerung der LEG, wobei die Grenzen der Sozialcharta für den Verkauf von Wohnungen bei weitem nicht ausgeschöpft wurden. Die Einzelprivatisierung gehörte von Anfang an nicht zum Geschäftsmodell der privatisierten LEG. Die Fallzahlen haben nach dem Verkauf abgenommen und es wurden auch keine Umwandlungen mehr vorgenommen. Bei

¹⁴⁰ Geschäftsbericht 2007.

den geringfügigen Wohnungsabgängen im Rahmen von Einzelverkäufen handelte es sich um „Restbestände aus der ehemaligen Mieterprivatisierung“. In den Jahren 2011-2014 hat sich das Volumen in einer Größenordnung von lediglich 100-200 Wohnungen pro Jahr bewegt.

5.7 Typisierung der Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften nach dem Investitionsverhalten

Die Diskussion der einzelnen Werthebel charakterisiert das operative Verhalten der einzelnen börsennotierten Wohnungsunternehmen. Zum Erkennen unterschiedlicher operativer Verhaltensmuster auf der Gesamtunternehmensebene muss jedoch ein weiterer Schritt getan werden: die Typisierung der Unternehmen nach ihren jeweiligen operativen Verhaltensmustern. Das größte Problem dabei ist die Indikatorenauswahl.

Die Entwicklung der unternehmensweiten *Durchschnittsmiete* im Zeitablauf eignet sich nur bedingt für zusammenfassende Aussagen über das Bewirtschaftungsverhalten, denn dieser Indikator wird hauptsächlich von externen Erfolgsfaktoren bestimmt. Ein vergleichsweise niedriges Mietniveau oder eine niedrige Zuwachsrate müssen nicht zwangsläufig Ergebnis einer zurückhaltenden und mieterfreundlichen Mietpreispolitik sein. Wichtig ist vielmehr, inwieweit sich an den Wohnungsmärkten bietende Mieterhöhungsspielräume von den einzelnen Unternehmen auch ausgeschöpft werden. Auch der durchschnittliche *Leerstand* ist als Verhaltens- oder Erfolgsindikator problematisch: 3 Prozent Leerstand in München sind zu hoch, während 3 Prozent Leerstand in einem strukturschwachen Stadtteil im nördlichen Ruhrgebiet ein großer Erfolg sein können. Und schließlich kann ein hoher Leerstand auch Teil des Geschäftsmodells sein (GCP, Abschnitt 5.6.2).

Besser für eine Typisierung geeignet erscheint das Investitionsverhalten der Unternehmen. Die Entscheidungen über Bestandsinvestitionen, Unternehmensübernahmen und die räumliche Verteilung der Wohnungsbestände erscheinen zusammen betrachtet eher zur Typisierung unterschiedlicher operativer Verhaltensmuster geeignet, weil ihre Auswirkungen leicht mit Indikatoren gemessen werden können, die vergleichsweise weniger von externen Erfolgsfaktoren verzerrt sind.

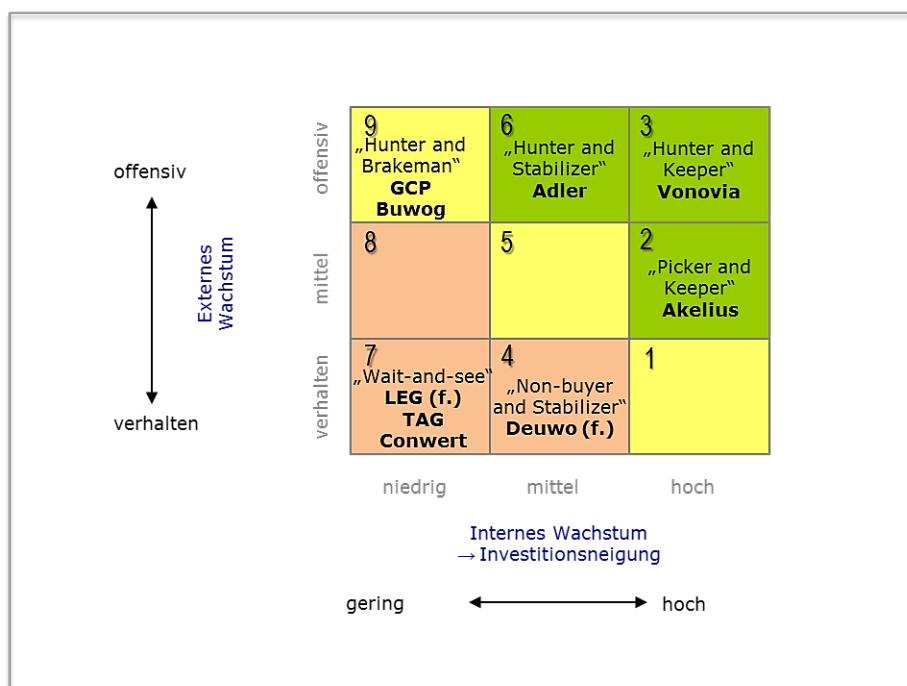
Im Hinblick auf die Investitionsneigung der Unternehmen wurden anhand der durchschnittlichen Instandhaltungs- und Modernisierungskosten im Zeitraum 2013-2015 drei Klassen gebildet. Das externe Wachstum wurde über die Zunahme des Wohnungsbestandes seit 2013 in die Betrachtung einbezogen. Im Hinblick auf die räumliche Diversifizierung des Wohnungsbestandes wurden nur zwei Kategorien gebildet, nämlich „diversifiziert“ und „fokussiert“. Die Deutsche Wohnen AG und die LEG Immobilien AG wurden dabei als Unternehmen mit räumlich fokussierten Wohnungsbeständen eingestuft (Berlin bzw. NRW). Gemessen an den drei Kriterien „Investitionsneigung“, „räumliche Diversifizierung“ und externes Wachstum ergeben sich auf dieser Grundlage folgende Einstufungen der börsennotierten Wohnungsunternehmen:

Tabelle 21: Einstufung der Unternehmen nach ihrem Investitionsverhalten

Unternehmen	Investitions- neigung ¹⁴¹	Räumliche Diversifizierung	Externes Wachstum ¹⁴²
Vonovia	hoch	diversifiziert	offensiv
Deutsche Wohnen	mittel	fokussiert	verhalten
LEG	niedrig	fokussiert	verhalten
TAG	niedrig	diversifiziert	verhalten
Grand City	niedrig	diversifiziert	offensiv
Adler	mittel	diversifiziert	offensiv
Buwog Dtl.	niedrig	diversifiziert	offensiv
conwert	niedrig	diversifiziert	verhalten
Akelius	hoch	diversifiziert	mittel

Die Anordnung der Unternehmen in einer 9-Felder-Portfoliomatrix mit den Dimensionen „Externes Wachstum“ und „Internes Wachstum“ (Investitionsneigung) ermöglicht es, die Unterschiede im Investitionsverhalten auf einen Blick zu erfassen.

Abbildung 17: Matrix für die 9 Gesellschaften mit den Dimensionen externes und internes Wachstum



Quelle: eigene Darstellung

¹⁴¹ Durchschnittliche Instandhaltungs- und Modernisierungskosten in € pro m² und Jahr 2013-2015 über 20 Euro entspricht einer „hohen“ Investitionsneigung; zwischen 15,00 – 20,00 Euro einer „mittleren“ und zwischen 0,00 – 14,99 Euro einer „niedrigen“.

¹⁴² Eine prozentuale Zunahme des Wohnungsbestandes zwischen 2013-2015 um mehr als 100 Prozent wird als „offensiv“ klassifiziert. Hat der Wohnungsbestand prozentual zwischen 25 und 100 Prozent zugelegt, handelt es sich um ein mittleres Wachstum. Eine noch geringere Zunahme wurde als „zurückhaltend“ bezeichnet.

Die Heterogenität der Bewirtschaftungsansätze wird damit offensichtlich. Mit Ausnahme von Akelius findet sich kein börsennotiertes Wohnungsunternehmen, das beim externen Wachstum ein mittleres Tempo anschlägt. Ein offensiver externer Wachstumskurs wird mit ganz unterschiedlich bemessenen Budgets für die Bestandsinvestitionen kombiniert (Vonovia versus GCP). Auf der anderen Seite geht eine Zurückhaltung bei Unternehmens- und Portfoliokäufen in der Regel auch mit niedrigen Bestandsinvestitionen einher. Die Deutsche Wohnen AG ist allerdings insoweit ein Sonderfall, als sie ja auch im Zeitraum 2013-2015 kräftig weiter wachsen wollte, ihre Übernahmeversuche aber wiederholt gescheitert sind. Abgesehen von diesem Unternehmen gibt es aber drei weitere, deren Investitionsverhalten insgesamt als passiv bezeichnet werden muss. Eines davon ist zudem räumlich fokussiert, woraus sich zusätzlich ein Kumulrisiko ergibt. Eine allzu passive Investitionspolitik ist für sich genommen aber nicht förderlich für optimistische Wertsteigerungserwartungen.

Was es im börsennotierten Segment gar nicht gibt, ist ein selbstbezügliches Unternehmen, welches ganz konservativ seinen vorhandenen Wohnungsbestand pflegt und optimiert (Portfolio-Feld Nr. 1). Das Investitionsverhalten eines typischen öffentlichen Wohnungsunternehmens an einem nicht angespannten Markt wird also von keinem der börsennotierten Konkurrenten an den Tag gelegt. Die Vergleichbarkeit der Zuordnungen ist allerdings eingeschränkt, weil die öffentlichen Unternehmen in der Regel nicht durch Portfolioankäufe, sondern durch Neubauten wachsen, die die Wohnungsmärkte entlasten.

5.8 Performance und Risikolage der Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften: Bilanz- und Finanzkennzahlenanalyse

Die finanzielle Stabilität der großen kapitalmarktorientierten Wohnungsunternehmen ist für alle Stakeholdergruppen ein sehr wichtiger Aspekt. In der Finanzkrise haben sich mehrere von Finanzinvestoren kontrollierte Wohnungsunternehmen in eine finanzielle Schieflage geraten und zwar in der Regel weniger aus operativen Gründen als aufgrund ihrer besonderen Schuldenstrukturen (CMBS-Verbriefungen, Abschnitt 3.5.1).

Im Rahmen der schriftlichen Befragung haben alle antwortenden Unternehmen die Begrenzung von Finanzierungsrisiken als ein „wichtiges“ oder „sehr wichtiges“ Ziel der Unternehmensfinanzierung bezeichnet. Die tatsächliche Resilienz der börsennotierten Wohnungsunternehmen wird auf der Grundlage einer Bilanz- und Finanzkennzahlenanalyse eingeschätzt. Die Unternehmen werden anhand von sieben verschiedenen Kennzahlen im Hinblick auf ihre Performance und Risikolage betrachtet.

Die *Gesamtkapitalrenditen* der untersuchten Unternehmen bewegen sich im mehrjährigen Durchschnitt 2011-2015 zwischen 3,7 und 17,9 Prozent (2015: 5,8 bis 19,9 Prozent). Der mehrjährige Durchschnitt liegt bei 7,9 Prozent (2015: 9,8 Prozent). Daran gemessen weisen Deutsche Wohnen und Grand City Properties eine überdurchschnittliche Performance auf, im Falle der GCP allerdings bei minimalen Aufwendungen für die laufende Instandhaltung.

Der *durchschnittliche Zins* ist ein Indikator der Effizienz des Zinsmanagements: Hier ragen Grand City Properties und neuerdings auch die Vonovia heraus und die Deutsche Wohnen schneidet überdurchschnittlich ab. Der durchschnittliche Zins hängt nicht zuletzt auch vom Alter des Unternehmens bzw. vom zeitlichen Verlauf seiner Akquisitionen (wegen des fallenden Zinsverlaufs der letzten Jahre), vom Vorhandensein eines Ratings sowie von der Größe des Unternehmens und der Regelmäßigkeit seiner Emissionstätigkeit ab.

Tabelle 22: Risiko- und Performanceindikatoren, mehrjährige Durchschnitte 2011-2015

Indikator	Gagfah	GSW	LEG	Annington	TAG	Adler	Deuwo	conwert	GCP	Mittelwert	Median	Min	Max
EK-Quote %	26,5	45,1	41,4	32,2	29,2	41,6	39,42	38,4	40,0	37,1	39,4	26,5	45,1
Liquiditätsquote	28,7	47,5	37,0	93,7	38,9	55,2	68,7	46,0	112,9	58,7	47,5	28,7	112,9
EK-Rendite	3,0	16,4	6,3	15,3	12,3	26,2	14,6	-0,4	44,2	15,3	14,6	-0,4	44,2
GK-Rendite	3,7	10,6	5,4	7,4	6,5	7,9	8,2	3,8	17,9	7,9	7,4	3,7	17,9
Ø Zins	3,9	4,9	4,8	3,9	4,2	4,3	3,4	6,1	2,0	4,2	4,2	2,0	6,1
Vervielfältiger	14,2	16,3	14,5	14,2	13,5	14,8	18,4	12,3	11,2	14,4	14,2	11,2	18,4
ICR	2,4	2,2	2,4	2,2	2,3	1,6	2,5	1,9	6,8	2,7	2,3	1,6	6,8

Tabelle 23: Risiko- und Performanceindikatoren 2015

Indikator	GSW	LEG	Vonovia	TAG	Adler	Deuwo	conwert	GCP	Mittelwert	Median	Min	Max
EK-Quote %	52,5	41,7	39,1	29,5	27,2	50,2	43,4	46,3	41,3	42,8	27,2	52,5
Liquiditätsquote	53,6	58,0	219,9	38,5	27,5	104,4	24,4	70,8	74,6	55,8	24,4	219,9
EK-Rendite	35,1	10,0	14,6	15,6	12,2	26,0	8,0	21,2	17,8	15,1	8,0	35,1
GK-Rendite	19,9	6,7	6,9	7,2	5,8	14,5	6,6	10,5	9,8	7,1	5,8	19,9
Ø Zins	3,2	4,3	2,2	3,7	3,7	2,9	5,6	1,3	3,4	3,4	1,3	5,6
Vervielfältiger	19,1	14,7	16,6	13,1	12,6	18,7	10,0	11,6	14,5	13,9	10,0	19,1
ICR	3,1	2,4	3,4	2,7	2,1	3,2	2,5	10,1	3,7	2,9	2,1	10,1

Quellen: Geschäftsberichte, eigene Berechnungen

Die *Eigenkapitalquoten* bewegen sich im mehrjährigen Durchschnitt zwischen 26,5 (Gagfah) und 45,1 Prozent (GSW). Die deutlichen Steigerungen der Eigenkapitalquoten bei vielen Unternehmen des börsennotierten Sektors im Zeitraum 2011-2015 sind zu einem wesentlichen Teil bewertungsgetrieben: Die während der letzten Jahre ständig sinkenden Zinsen haben mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung eine ständige ertragswirksame Aufwertung der Immobilienbestände in den IFRS-Bilanzen nach sich gezogen. Im Jahr 2015 bewegten sich die Eigenkapitalquoten zwischen 27,2 (Adler) und 52,5 Prozent (GSW). Der Mittelwert liegt im mehrjährigen Durchschnitt bei 37,1 Prozent (2015: 41,3 Prozent). Neben der GSW bzw. Deutsche Wohnen weisen auch conwert und Grand City Properties eine deutlich überdurchschnittliche Eigenkapitalausstattung auf. Der Vergleich der *Vervielfältiger* zeigt allerdings, dass die Bestände der GSW bzw. Deutsche Wohnen im Verhältnis zu den Jahresmieteinnahmen deutlich höher bewertet sind, wodurch ein Beitrag zu der hohen Eigenkapitalquote geleistet wird. Die Bestände von conwert und Grand City Properties sind dagegen im Vergleich zum Sektordurchschnitt deutlich niedriger bewertet.

Die Liquiditätsausstattung der börsennotierten Wohnungsunternehmen bewegt sich gemessen an den Jahresmieteinnahmen („*Liquiditätsquote*“) im mehrjährigen Durchschnitt zwischen 28,7 und 112,9 Prozent. Über eine herausragende Liquiditätsausstattung verfügen die Annington / Vonovia, die Deutsche Wohnen sowie Grand City Properties.

Die *Interest Cover Ratio* (ICR) ist definiert als das Verhältnis der Jahresnettokaltniete zum Zinsaufwand. Diese Kennzahl ist insoweit ein Indikator der Kapitaldienstfähigkeit. Während die Grand City Properties auch bei diesem Indikator herausragend abschneidet, fällt die Zinsdeckung durch die Mieteinnahmen bei Adler, LEG und conwert nur unterdurchschnittlich aus.

Insgesamt befinden sich die börsennotierten Wohnungsunternehmen in einer guten wirtschaftlichen Verfassung. Dazu hat zweifellos die Entwicklung des Wohnungsmarkt- und des Kapitalmarktumfeldes wesentlich beigetragen. Die Unternehmen konnten ihre durchschnittliche Zinsbelastung zum Teil wesentlich senken und gleichzeitig konnten fast alle Unternehmen in den letzten 5 Jahren im Einklang mit der allgemeinen Entwicklung der Wohnungsmärkte die Mieten spürbar steigern und vor allem den Leerstand deutlich senken. Diese Entwicklungen haben sich renditesteigernd ausgewirkt.

Allerdings konnten die betrachteten Unternehmen nicht alle in gleichem Maße von den günstigen Umfeldbedingungen profitieren. Unterdurchschnittliche Renditen weisen neben der LEG auch TAG und conwert auf. Im Falle von LEG und conwert ist dies nicht zuletzt auf die vergleichsweise hohe Zinsbelastung gemessen am Durchschnittszins zurückzuführen. Bei der TAG spielten die stagnierenden Quadratmetermieten eine Rolle. Außerdem liegen bei der TAG die Eigenkapitalquote und der laufende aufwandswirksame Instandhaltungsaufwand deutlich unter dem Durchschnitt. Bei Adler fällt auf, dass sich die Renditekennziffern in den letzten 5 Jahren deutlich nach unten bewegt haben.

Überraschend ist die herausragende bilanzielle Verfassung der Grand City Properties, deren Geschäftsmodell auf die Übernahme und Bewirtschaftung problematischer Immobilien abstellt und die dementsprechend hohe Leerstände zum Ankaufzeitpunkt der Portfolios bewusst in Kauf nimmt. Obwohl dieses Geschäftsmodell per se als opportunistisch und risikoreich einzustufen ist, hat es sich bislang als äußerst renditeträchtig erwiesen. Gewisse Zweifel an der Nachhaltigkeit bestehen aber nicht zuletzt auch wegen der minimierten Instandhaltung.

Man darf bei der Interpretation der Zahlen aus den Jahresabschlüssen nicht übersehen, dass die börsennotierten Wohnungsunternehmen von verschiedenen günstigen Entwicklungen in ihrem operativen Umfeld profitiert haben (sinkende Zin-

sen sowie steigende Mieten und Immobilienpreise). Die Verbesserung ihrer Risikolage ist außerdem der Tatsache geschuldet, dass die Primärinvestoren die Kontrolle abgegeben haben und die Unternehmen an die Börse gebracht haben. Sie konnten danach ihren Finanzierungs- und Finanzierungslaufzeitenmix normalisieren. Die börsennotierten Wohnungsunternehmen sind jetzt entsprechend weniger risikoreich finanziert. Besonders im Vergleich mit den Zeiten, als einige Unternehmen des Sektors Großverbriefungen vor sich hergeschoben haben, die zu bestimmten Zeitpunkten vollständig getilgt werden mussten, ist eine deutliche Entspannung der Lage eingetreten. Die Verschuldung des Sektors ist in absoluten Zahlen zwar gestiegen. Dem stehen aber auch größere Vermögenswerte und sektordurchschnittlich seit 2013 deutlich gestiegene Eigenkapitalquoten gegenüber. Außerdem sind die Fälligkeiten nun wesentlich gleichmäßiger in der Zeit verteilt, so dass Prolongations- und Zinsänderungsrisiken nur noch in abgeschwächter Form auftreten.

Die Unterschiede im Hinblick auf die eingesetzten Finanzierungsinstrumente und die Finanzierungsrisiken sind phasenbedingt. Die risikoreichen Übernahmefinanzierungen der Vergangenheit waren Ausfluss der typischen Finanzierungsgepflogenheiten bei der Übernahme von Unternehmensbeteiligungen durch Private Equity-Fonds und andere Finanzinvestoren. Die privatisierten Wohnungsunternehmen haben inzwischen aber eine grundlegende Transformation durchlaufen. In der aktuellen Phase des Investitionszyklus haben sie andere Eigentümer mit einer geringeren Risikotoleranz. Das Risikoprofil der Beteiligungen hat sich geändert (heute überwiegend solides Langfristinvestment, früher opportunistisches Mittelfristinvestment) und dementsprechend haben sich auch die Geschäftsmodelle und Finanzierungsmethoden geändert. Aufgrund der geringeren Risiken liegt heute auch der Renditeanspruch an die Unternehmen niedriger. Es ist schwer vorstellbar, dass eine börsennotierte Publikums-AG, die dem DAX oder dem MDAX angehört, bewusst existentielle Finanzierungsrisiken eingeht. Bei Finanzinvestoren und Private Equity-Fonds sind entsprechende Finanzierungsrisiken zu Lasten der von ihnen beherrschten Unternehmen dagegen üblich.¹⁴³

Die Finanzierungsrisiken sind damit aber nicht gänzlich verschwunden. Die Bilanzen der börsennotierten Wohnungsunternehmen spiegeln heute das extreme Niedrigzinsumfeld (Abschnitt 3.3.2) und die fundamental günstige Entwicklung vieler städtischer Wohnungsmärkte wider. Die Bewertungen der Immobilienbestände sind dementsprechend hoch und die ertragswirksamen Zuschreibungen auf die Immobilien haben auch das in den Bilanzen ausgewiesene Eigenkapital nach oben getrieben. Die Unternehmensübernahmen im Zuge des Konzentrationsprozesses haben die Finanzierungs- und Bilanzierungsrisiken im Ganzen gesehen nicht wesentlich erhöht, weil die Übernahmefinanzierungen in den meisten Fällen mit angemessenen Kapitalerhöhungen verbunden waren. Allerdings haben einzelne Unternehmen auch erhebliche Goodwill-Positionen aus Übernahmen in ihrer Bilanz (Abschnitt 3.4.1).

Wenn es einmal zu einer grundlegenden Zinswende kommt und die Kapitalmarktzinsen wieder deutlich zu steigen beginnen, wird es mit Sicherheit zu einem Rückschlag kommen. Die steigenden Zinsen erhöhen auf mittlere Sicht die durchschnittlichen Finanzierungskosten und verkürzen insoweit das Jahresergebnis. Damit nicht genug, schlagen steigende Zinsen auch auf die Bewertung der Immobilienbestände durch. Die enormen Wertsteigerungen, die in den letzten Jahren in den Bilanzen verbucht worden sind, werden bei wieder steigenden Zinsen schrittweise wieder eingesammelt werden und entsprechende Ergebnisbelastungen nach sich ziehen. In einem solchen Umfeld könnten auch Goodwill-Abschreibungen

¹⁴³ Ein Beispiel sind die großen Probleme der Terra Firma mit der erforderlichen Umschuldung der im Jahre 2013 fälligen Großverbriefung GRAND, die der Finanzierung der Viterra-Übernahme durch die Deutsche Annington gedient hatte.

erforderlich werden (Abschnitt 3.4.1). Und schließlich wirken sich steigende Zinsen ungünstig auf die Beteiligungsfinanzierungsmöglichkeiten aus. In einer Hochzinssituation könnten die finanziell am schwächsten aufgestellten Unternehmen des Sektors unter Druck geraten.

Vergleicht man die börsennotierten mit den öffentlichen Wohnungsunternehmen, so fällt der Unterschied ins Auge, dass die Anleihe- und die Beteiligungsfinanzierung bei den öffentlichen Unternehmen so gut wie keine Rolle spielen.¹⁴⁴ Allerdings gibt es hier große Unterschiede innerhalb des börsennotierten Angebotssegmentes. So nutzen GCP und Vonovia das Instrument der Anleihefinanzierung viel intensiver als die anderen börsennotierten Unternehmen. Sie konnten sich damit deutliche Finanzierungsvorteile sichern. Das gilt auch im Vergleich mit anderen konkurrierenden Unternehmen aus dem öffentlichen und dem privaten Sektor. Es kommt hinzu, dass sie über Beteiligungsfinanzierungsmöglichkeiten verfügen, die öffentlichen Beteiligungsunternehmen regelmäßig nicht offen stehen. Die beiden Unternehmen haben ihre singulären Möglichkeiten der Außenfinanzierung allerdings bislang im Wesentlichen nur für die Finanzierung externen Wachstums, also für den Ankauf anderer Wohnungsunternehmen bzw. von Wohnungsportfolien genutzt.

Auf der anderen Seite dürfte sich das Gros der öffentlichen, der genossenschaftlichen und der nicht börsennotierten privaten Wohnungsunternehmen im Falle spürbar steigender Kapitalmarktzinsen im Vergleich mit ihren börsennotierten Konkurrenten als bilanziell resilienter erweisen. Aufgrund der konservativen Bewertungsvorschriften des HGB (Vorsichtsprinzip) dürfen sie nämlich ihre Immobilienwerte bei fallenden Zinsen oder steigenden Mieten nicht ertragswirksam hochschreiben, so dass insoweit auch kein Rückschlagpotential bei steigenden Zinsen oder fallenden Preisen besteht. Abgesehen davon drohen ihnen auch keine außerplanmäßigen Goodwill-Abschreibungen.

¹⁴⁴ Im Jahr 2010 stammten weniger als 2 Prozent des Fremdkapitals der deutschen Wohnungswirtschaft aus Anleihen (Immobilien & Finanzierung 12-2010, S. 3).

6 Auswirkungen des operativen Verhaltens auf die regionalen Wohnungsmärkte

Die Entwicklung der deutschen Wohnungsmärkte ist seit der Jahrtausendwende von einer zunehmenden räumlichen Polarisierung geprägt. Die meisten börsennotierten Wohnungsunternehmen sind sowohl in schrumpfenden als auch in wachsenden Märkten vertreten. Das regionale und lokale Verhalten der börsennotierten Wohnungsunternehmen wird geprägt von dem jeweiligen *Marktumfeld*, mit dem sie konfrontiert sind (Demographie, Mieten, Leerstand, Wohnungstyp, zukünftiger Wohnungsbedarf) sowie vom *Konkurrenzumfeld* (Marktanteile der öffentlichen und genossenschaftlichen Wohnungsunternehmen, Umfang der Sozialwohnungsbestände). In jeder Kommune, in der börsennotierte Wohnungsunternehmen auftreten, ist das Markt- und Konkurrenzumfeld anders. Um die unterschiedlichen Marktbedingungen konkret darzustellen werden diese am Beispiel der fünf Fokuskommunen Berlin, Hamburg, Dresden, Dortmund und Bonn exemplarisch untersucht (Abschnitt 6.1).

Abgesehen von diesen *externen Erfolgsfaktoren* wirken auch der eigene Marktanteil (Abschnitt 6.2), die Qualität der eigenen Wohnungsbestände und die übergreifenden Investitions- und Portfoliostrategien vor Ort verhaltensprägend (*interne Erfolgsfaktoren*). Im Hinblick auf das Verhalten der Unternehmen auf lokaler Ebene wurden neben dem Investitionsverhalten und der Mietpreispolitik (Abschnitt 6.3) auch das Verhältnis zu den Standortkommunen (einschließlich der Beiträge zur Stadtentwicklung und zum Wohnungsneubau, Abschnitt 6.4) und das zu den Mietern (Konfliktfelder, Abschnitt 6.5) betrachtet. Das Ziel der Untersuchung ist es, mögliche Auswirkungen des operativen Verhaltens der börsennotierten Wohnungsunternehmen auf die regionalen Wohnungsmärkte und die Stakeholder in Abhängigkeit von den jeweils vor Ort herrschenden externen und internen Erfolgsfaktoren abzuleiten. Zu diesem Zweck wurden die Wohnungsmärkte und das Verhalten der Unternehmen in den 5 ausgewählten Fokuskommunen untersucht und Gespräche mit Stakeholdern¹⁴⁵ geführt. Außerdem wird die im Januar 2016 vom Deutschen Mieterbund (DMB) durchgeführte Befragung aller im DMB organisierten Mietervereine zu den Erfahrungen mit kapitalmarktorientierten Wohnungsunternehmen als Quelle herangezogen.¹⁴⁶

Die wichtigsten Ergebnisse im Überblick

Zusammenfassend lässt sich bilanzieren, dass im Hinblick auf das Investitionsverhalten von den börsennotierten Anbietern bei der laufenden Instandhaltung Zurückhaltung geübt wird. Vernachlässigte Immobilien sind aber eher die Ausnahme. Die meisten Unternehmen sind auch bei Modernisierungsinvestitionen zögerlich. Auf diesem Gebiet gibt es allerdings zwei Ausnahmen: Während Akelius auch das Innere seiner in den Metropolen konzentrierten Wohnungen sehr aufwändig modernisiert, hat sich die Vonovia auf energetische Hüllensanierungen mit räumlichem Schwerpunkt auf nicht angespannte

¹⁴⁵ Die Gespräche mit den Stakeholdern (Vertreter von Mietervereinen und Stadtverwaltungen) wurden in 4 der ausgewählten Fokuskommunen geführt (Hamburg, Berlin, Bonn, Dortmund). Außerdem wurden als Quellen Geschäftsberichte der Unternehmen, Beteiligungserichte und Sekundärstatistiken wie die BBSR / IDN Immodatenbank genutzt.

¹⁴⁶ Bei der Befragung des DMB zu den Erfahrungen mit kapitalmarktorientierten Wohnungsunternehmen sind die Ortsvereine u.a. danach gefragt worden, ob und in welcher Häufigkeit Rechtsberatungen – differenziert nach einzelnen Themen – für Wohnungen börsennotierter Wohnungsunternehmen durchgeführt worden sind. Berücksichtigt worden sind die Deutsche Wohnen, die Grand City Properties, die LEG, die TAG und die Vonovia. Das vorgegebenen Antwortraster (items) bei der Frage nach dem Grad der Häufigkeit basieren auf der Grundlage einer 5-stufigen Skala (gar nicht, selten, durchschnittlich, häufig, sehr häufig) und sind nicht durch Vorgaben quantifiziert worden. Die Befragungsergebnisse spiegeln die Zuordnungen der / des Befragten zu den einzelnen items wider.

Wohnungsmärkte verlegt. Die Nutzung von KfW-Finanzierungen begrenzt dabei die Folgen für das Mietpreisniveau, aber nicht so weit, dass keine Mieter in finanzielle Bedrängnis geraten würden.

Ansonsten gibt an nicht angespannten Wohnungsmärkten die ortsübliche Vergleichsmiete den Mietentwicklungspfad für alle Anbieter vor, weil dort bei Mieterwechseln keine größeren Mietaufschläge gegenüber der Vormiete realisiert werden können. Allerdings werden die Möglichkeiten von Mieterhöhungen auf die Vergleichsmiete nicht selten durch die schwierige Situation einzelner Mikrostandorte (Gebiete mit städtebaulichen Missständen und sozialen Problemen) begrenzt.

Auch an den angespannten Wohnungsmärkten haben die großen börsennotierten Wohnungsanbieter die Möglichkeit einer kontinuierlichen Anpassung laufender Mietverhältnisse an die ortsübliche Vergleichsmiete (§ 558 BGB) genutzt. Ohne größere Investitionen konnten die Mieteinnahmen so kontinuierlich gesteigert werden, jedoch nicht stärker als bei den städtischen Wohnungsunternehmen. Große Unterschiede bestehen im Vergleich mit den kommunalen Vermietern bei den Angebotsmieten. Ein spürbarer Einfluss der höheren Angebotsmieten auf die Durchschnittsmieten der börsennotierten Unternehmen ließ sich aber nicht nachweisen.

Die Mitwirkung der börsennotierten Wohnungsunternehmen an Stadtentwicklungsprozessen beschränkt sich im Wesentlichen auf Problemviertel, wo ein besonderer Handlungsdruck besteht. Als Neubauakteure haben sie sich bislang nur in Hamburg und Berlin bemerkbar gemacht. Für die Rolle als Pilotinvestoren an angespannten Märkten sind vorläufig noch die kommunalen Beteiligungsunternehmen und die vor Ort vertretenen Wohnungsgenossenschaften prädestiniert.

Das Verhältnis der Unternehmen zu den Mietern kann als gespannt und konfliktbeladen bezeichnet werden. Bei den Betriebskostenabrechnungen gibt es mit allen börsennotierten Anbietern häufig Auseinandersetzungen. Die Konflikte um modernisierungsbedingte Mieterhöhungen betreffen in erster Linie die Unternehmen mit einer aktiven Modernisierungsstrategie. Die Streitanfälligkeit bei Mieterhöhungen in laufenden Mietverträgen (§ 558 BGB) ist bei der LEG und der Vonovia besonders hoch. Zugleich lassen sich Organisationsmängel im Hinblick auf Erreichbarkeit, Zugänglichkeit und Reaktionsgeschwindigkeit bei den Unternehmen feststellen. Die Konfliktbereitschaft der börsennotierten Anbieter ist unterschiedlich ausgeprägt.

Grundsätzliche Verhaltensänderungen nach der Börsennotierung der Unternehmen konnten nicht festgestellt werden. Das gilt jedoch nicht für die inzwischen bemerkenswert hohen Modernisierungsinvestitionen der Vonovia, die erst nach dem Börsengang deutlich gesteigert wurden.

6.1 Marktumfeld der börsennotierten Wohnungsunternehmen

Die Entwicklung der Wohnungsmärkte in Deutschland wurde seit der Jahrtausendwende von unterschiedlichen Rahmenbedingungen geprägt: Zu welchem Wohnungsmarkttyp eine Kommune bzw. eine Region gehört, hängt ganz wesentlich von der bisherigen demographischen Entwicklung ab. Für alle Kreise und kreisfreien Städte wird ein Neubaubedarf im Marktsegment der Ein- und Zweifamilienhäuser prognostiziert, während das Bild bei den Mehrfamilienhäusern differenzierter ausfällt (BBSR 2015, S. 15).

Die Unterschiede zwischen wachsenden und schrumpfenden Regionen haben sich in den letzten Jahren immer weiter verschärft und die Raumordnungsprognosen deuten auf eine Ausweitung der räumlichen Disparitäten hin. Davon abgesehen differenziert sich auch innerhalb der einzelnen Regionen die Nachfrage an den verschiedenen Teilmärkten immer mehr aus (BBSR 2012).

Diese Bedarfsveränderungen treffen auf die dargestellten Veränderungen beim Mietwohnungsangebot (Zunahme von Pakettransaktionen, Mehrfachverkäufe, wachsende Bedeutung börsennotierter Anbieter). Die einzelnen Kommunen sind von den damit zusammenhängenden Transformationsprozessen in sehr unterschiedlicher Weise betroffen. Die Marktanteile der börsennotierten Anbieter in Dresden (15 Prozent), Berlin (13 Prozent) und Dortmund (12,6 Prozent) sind im bundesweiten Vergleich Spitzenwerte. In Bonn und Hamburg liegen ihre Marktanteile dagegen deutlich niedriger.

Die Angebotsmieten als Gradmesser der Wohnungsmarktspannung haben sich in Deutschland uneinheitlich entwickelt. In vielen westdeutschen und einzelnen ostdeutschen Städten und Landkreisen sind sie deutlich gestiegen, während in den peripheren Regionen überwiegend rückläufige Mietpreise zu beobachten waren (BBSR 2012 und 2015). Auch der Wohnungsleerstand verteilt sich bei allgemein sinkender Tendenz nicht gleichmäßig über die Marktsegmente: Die Leerstandsquoten sind in Ostdeutschland höher als in Westdeutschland und in Mehrfamilienhäusern höher als in 1- und 2-Familienhäusern (BBSR 2014).

Die Zuordnung der Wohnungsbestände der börsennotierten Wohnungsunternehmen zu den nach ihrem demographischen Potential gruppierten Standorten (wachsende, stagnierende oder schrumpfende Kommunen) bzw. Fokuskommunen zeigt folgende Ergebnisse:

1. Die meisten börsennotierten Wohnungsunternehmen sind sowohl in schrumpfenden als auch in wachsenden Märkten vertreten.
2. Insgesamt liegen etwa 30 Prozent (entspricht 250.000 bis 300.000 Wohnungen) der börsennotierten Anbieter in schrumpfenden Märkten mit begrenzten Mietentwicklungsmöglichkeiten (z.B. Ruhrgebiet, Salzgitter, Braunschweig).
3. In den vier Fokuskommunen mit einem angespannten Wohnungsmarkt (Berlin, Hamburg, Dresden und Bonn) halten die börsennotierten Wohnungsunternehmen rund 275.000 Wohnungen. Das sind rund 30 Prozent aller Wohnungen der börsennotierten Wohnungsunternehmen in Deutschland.
4. Der Berliner Wohnungsmarkt ist seit Jahren der Schwerpunkt des bundesweiten Transaktionsgeschehens. Die börsennotierten Wohnungsunternehmen streben danach, ihren Marktanteil in Berlin von zurzeit 13 Prozent durch Neubauten und Zukäufe auszubauen.

Die untersuchten Fokuskommunen sind unterschiedlichen Wohnungsmarktlagen zuzuordnen: Mit Hamburg, Berlin und Bonn sind drei Städte vertreten, die als Wachstumsmärkte von einem hohen Nachfrageüberhang, einer dynamischen Mietenentwicklung und niedrigen Wohnungsleerständen gekennzeichnet sind. Auch in Dresden zeigt der Wohnungsmarkt zunehmende Anspannungserscheinungen.

Neben München werden für Hamburg und Berlin bundesweit die absolut höchsten jährlichen Neubaubedarfe bis 2030 geschätzt (BBSR 2015). Bezogen auf die Einwohnerzahl liegt der Neubaubedarf in Bonn höher als in diesen beiden Metropo-

len. Die *Neubautätigkeit* der letzten Jahre konnte weder in Bonn, noch in Berlin und Hamburg mit der wachsenden Nachfrage Schritt halten, während in Dresden das Bevölkerungs- und Haushaltswachstum bislang noch größtenteils von der Leerstandsreserve aufgefangen werden konnte.

Im Gegensatz dazu wird Dortmund in der BBSR-Wohnungsmarkttypisierung wie alle Ruhrgebietsstädte als schrumpfender Wohnungsmarkt ausgewiesen. Dabei weist die Stadt durchaus Besonderheiten auf. Der Dortmunder Markt hebt sich im Hinblick auf Leerstand und Mietenentwicklung positiv von anderen Städten des Ruhrgebiets ab. Zudem sagt die aktuelle Prognose von IT.NRW der Stadt Dortmund eine weiter wachsende Bevölkerung voraus.

Das Marktsegment der *öffentlich geförderten* bzw. belegungsgebundenen Wohnungen nimmt in allen Fokuskommunen spürbar ab. Der Wohnungsneubau ist in diesem Marktsegment hinter dem Bedarf zurückgeblieben. Die börsennotierten Wohnungsunternehmen halten zusammen rund 300.000 Sozialwohnungen im Bestand und das könnte an den angespannten Märkten für zusätzlichen Preisdruck sorgen, wenn die besonderen Bindungen der Sozialwohnungen auslaufen.

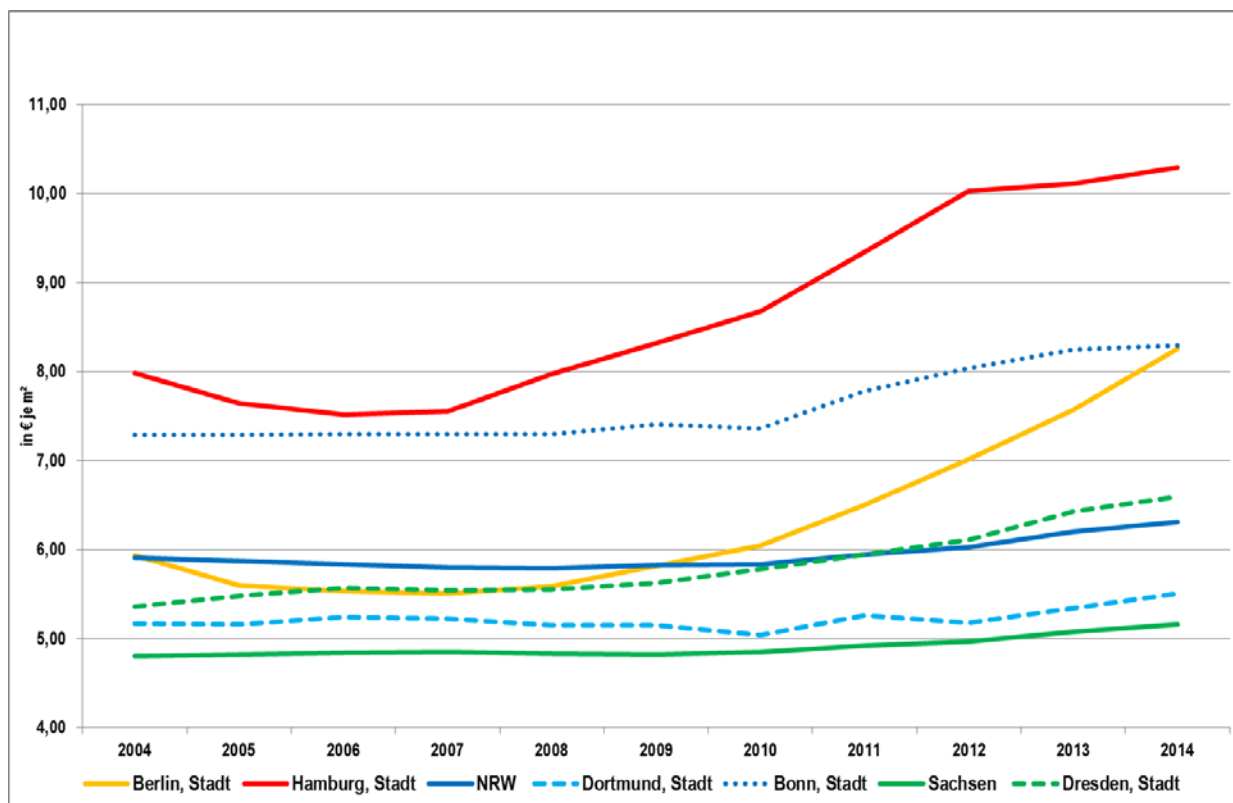
Die Bedeutung der *öffentlichen und genossenschaftlichen Wohnungsunternehmen* ist in den einzelnen Fokuskommunen sehr unterschiedlich: Während die öffentlichen Wohnungsunternehmen in Berlin und Hamburg knapp 15 Prozent des gesamten Wohnungsbestandes kontrollieren, sind sie in den anderen Fokuskommunen weniger bedeutsam.¹⁴⁷ Die Wohnungsgenossenschaften sind insbesondere in Dresden und Hamburg mit Marktanteilen von 20,4 bzw. 14,1 Prozent stark vertreten.

Die Entwicklung der Neu- und Wiedervermietungsmieten (Angebotsmieten) in den Fokuskommunen weist allgemein eine steigende Tendenz auf, wobei sich die Verläufe im Einzelnen unterscheiden. Unter den ausgewählten fünf Kommunen waren die stärksten Mietpreissteigerungen seit 2010 in Berlin und Hamburg zu beobachten, wobei der Hamburger Markt bereits ein sehr hohes Ausgangsniveau aufwies. In Bonn war die Mietenentwicklung von einem ebenfalls hohen Ausgangsniveau verhaltener. Die Angebotsmieten liegen dort jetzt etwa gleichauf mit Berlin. In Dresden und Dortmund war die Mietenentwicklung dagegen seit 2010 deutlich weniger dynamisch.

Die bereits sehr angespannten Wohnungsmärkte in Hamburg und Bonn weisen nach dem CBRE-empirica-Leerstandsindex 2014 (marktaktiver Leerstand in Geschosswohnungen) bereits Leerstandsquoten von weniger als 1 Prozent auf. Auch auf dem Berliner Markt sind die Leerstände stark rückläufig und die Quote lag Ende 2014 nur noch bei 1,5 Prozent. Die Leerstandsreserven können allenfalls in Dortmund (2,6 Prozent) und Dresden (2,1 Prozent) als noch ausreichend angesehen werden.

¹⁴⁷ Die Dortmunder DOGEWO besitzt etwa 5 Prozent des Dortmunder Wohnungsbestandes.

Abbildung 18: Entwicklung der Neu- und Wiedervermietungsmieten in den ausgewählten Fokuskommunen / -regionen



Quelle: BBSR / IDN Immodatenbank

6.2 Bedeutung der börsennotierten Wohnungsunternehmen in den Fokuskommunen

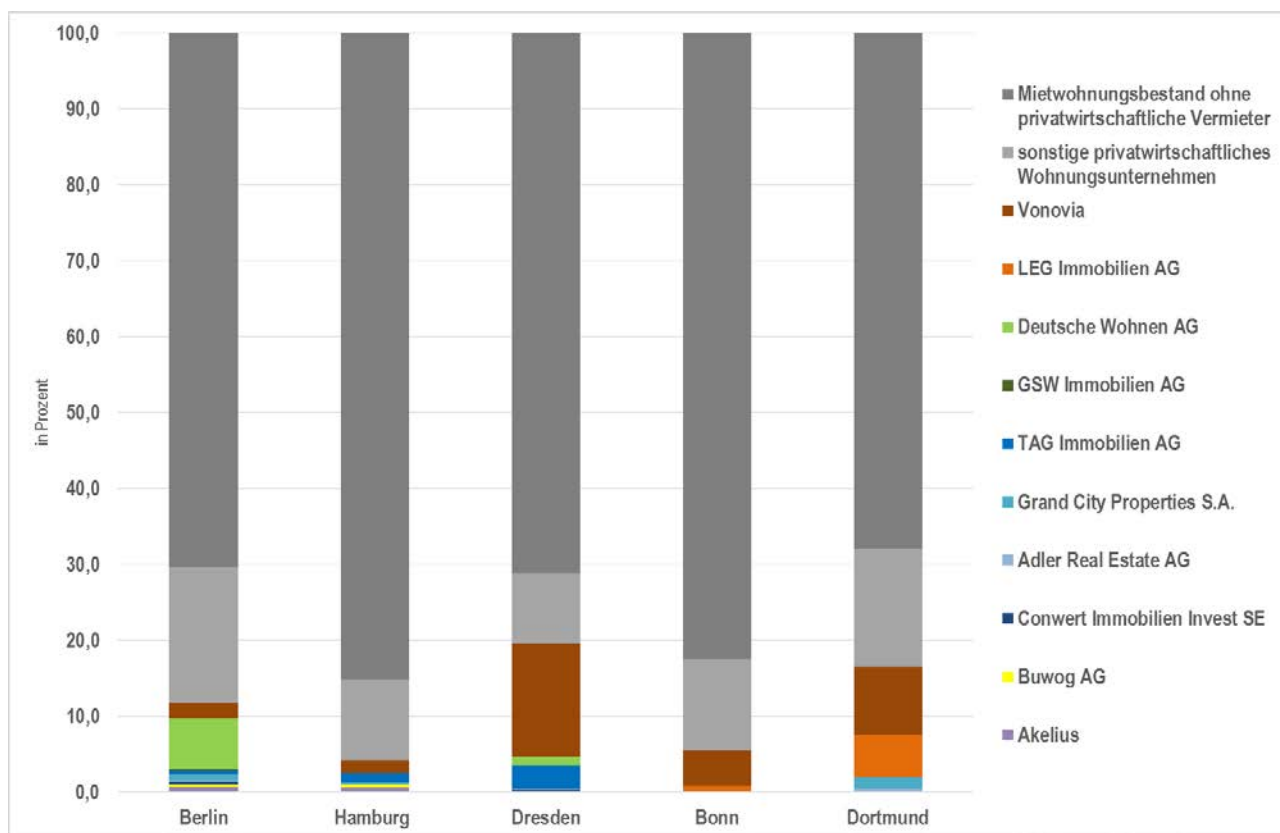
Die Bedeutung der börsennotierten Anbieter auf den Wohnungsmärkten der Fokuskommunen stellt sich zum 31.12.2015 im Einzelnen wie folgt dar¹⁴⁸:

1. Auf dem Berliner Wohnungsmarkt befinden sich rund 186.500 Wohnungen in der Hand von 12 verschiedenen börsennotierten Wohnungsunternehmen. Dies entspricht einem Marktanteil von 11,8 Prozent des Mietwohnungsbestandes. Damit liegen sie deutlich hinter den landeseigenen Unternehmen, die fast 19 Prozent aller Berliner Mietwohnungen besitzen. Das börsennotierte Marktsegment wird in Berlin von der Deutsche Wohnen AG dominiert, die dort über rund 75.000 Wohnungen verfügt. Die Vonovia bewirtschaftet als zweitgrößter börsennotierter Vermieter 30.500 Wohnungen. Die Grand City Properties vermietet 14.400 Wohnungen und Akelius kommt auf knapp 13.000 Wohnungen, die größtenteils dem hochpreisigen Marktsegment zuzurechnen sind.

¹⁴⁸ Die rechnerischen Bezüge zum Mietwohnungsbestand basieren auf den Zensus-Ergebnissen aus dem Jahr 2011. Die Angaben zum Wohnungsbestand börsennotierter Wohnungsunternehmen stammen aus den Geschäftsberichten und aus den Expertengesprächen.

2. In Hamburg sind sechs börsennotierte Wohnungsunternehmen vertreten. Der größte börsennotierte Vermieter ist hier die Vonovia mit 11.000 Wohnungen. Weitere bedeutende Anbieter sind TAG, Akelius und Buwog. Insgesamt umfasst der börsennotierte Wohnungsbestand 4,4 Prozent aller Mietwohnungen.
3. In Dresden sind fünf börsennotierte Vermieter aktiv: Die Vonovia vermietet an ihrem bedeutendsten Standort knapp 38.000 Wohnungen, die TAG 7.800 (Region Dresden), die Deutsche Wohnen 800, conwert 660 und Adler 360 Wohnungen. Zusammen kontrollieren die börsennotierten Anbieter knapp 20 Prozent des gesamten Dresdener Mietwohnungsbestandes.
4. Mit einem Anteil von 16,6 Prozent am Mietwohnungsbestand hat das börsennotierte Marktsegment auch in Dortmund eine große Bedeutung. In Dortmund sind sieben börsennotierte Wohnungsunternehmen aktiv, die zusammen rund 37.200 Wohnungen halten. Die Vonovia mit 20.200 Wohnungen und die LEG mit 12.440 Wohnungen gehören in Dortmund zu den Marktführern. Diese beiden Anbieter bewirtschaften in einigen Quartieren mehr als ein Drittel der Bestände. Die GCP ist Eigentümerin von 3.500 Wohnungen. Adler, conwert und TAG besitzen in Dortmund nur kleine Portfolios.
5. In Bonn sind die Vonovia mit 5.180 und die LEG mit ca. 1.000 Wohnungen aktiv. Das entspricht einem Anteil von 5,5 Prozent am gesamten Mietwohnungsbestand.

Abbildung 19: Anteile der börsennotierten Vermieter an den Mietwohnungsbeständen der Fokuskommunen



Quelle: Geschäftsberichte, Zensus 2011 und eigene Berechnungen

6.3 Auswirkungen auf die Wohnungsmärkte der Fokuskommunen: Investitions- und Mieterhöhungsverhalten

Um die Rolle der börsennotierten Wohnungsunternehmen auf den lokalen Märkten besser einschätzen zu können, wurden im Rahmen der Untersuchung wichtige Stakeholder über das von ihnen wahrgenommene operative Verhalten der börsennotierten Wohnungsunternehmen in den fünf Fokuskommunen befragt. Nach Einschätzung der befragten Stakeholder aus den Kommunen und Mietervereinen sind bei den kapitalmarktorientierten Wohnungsunternehmen nach dem Ausstieg der Finanzinvestoren keine grundsätzlich neuen Strategien erkennbar (Hamburg, Bonn). Im Hinblick auf die Bestandsoptimierung hat die Renditeorientierung der Unternehmen weiter zugenommen (Berlin, Bonn).

Bei der Deutschen Annington, der LEG (Dortmund) und der Gagfah (Hamburg) steht die Bestandshaltung im Vordergrund. Dieser eher konservative wohnungswirtschaftliche Ansatz äußert sich in einem höheren Personaleinsatz bei der Bewirtschaftung (mehr Mitarbeiter pro Wohngebäude) und besonders bei der Annington / Vonovia in höheren Investitionen (Berlin, Hamburg, Bonn, Dortmund).

Bei der Gagfah wurde nach dem Ausstieg der Finanzinvestoren eine Art symbolischer Neuanfang beobachtet: Die damaligen Vorstände und Regionalvertreter bereisten im Rahmen einer „Besuchstournee“ ausgewählte Gagfah-Standorte und kündigten in Gesprächen mit Verwaltung und Politik höhere Modernisierungsmaßnahmen (Hamburg Steilshoop und Eidelstedt) mit sozialverträglichen Mieterhöhungen an. Auch in Nordrhein-Westfalen ist diese fokussierte Lobbyarbeit bekannt (Bonn).

Das *Investitionsverhalten* der börsennotierten Wohnungsunternehmen wurde von den befragten Stakeholdern überwiegend kritisch eingeschätzt. Es wurde allerdings weniger über die Vernachlässigung von Immobilien (Abschnitt 6.5) und mehr über die Modernisierungsaktivitäten geklagt.

Insbesondere die Vonovia modernisiert ihre Bestände. Sie beschränkt sich hierbei aber überwiegend auf die Gebäudehüllen (Außendämmung, Fenster). Das Innere der Wohnungen wie auch die Aufzüge und Heizungsanlagen werden in der Regel nicht modernisiert (Dortmund, Bonn). Am Standort Dortmund modernisiert die Vonovia nahezu „flächendeckend“. Sie leistet dabei in benachteiligten Mikrolagen bzw. bei bereits hohen Ausgangsmieten Teilverzicht auf die preisrechtlich mögliche Modernisierungsumlage. Die GCP investiert in Dortmund verhalten, etwa in die Fassadeninstandhaltung. Die Sanierungen dieses Vermieters wurden als kosteneffizient bezeichnet. Bei der LEG sind die Bestandsinvestitionen in Dortmund unverändert auf niedrigem Niveau, besonders die Instandhaltungen.

Auch für den Berliner Wohnungsmarkt werden erhöhte Modernisierungsaktivitäten beobachtet, allerdings ist die Vonovia dort wesentlich zurückhaltender mit Investitionen. Dieses Verhalten kann wahrscheinlich damit erklärt werden, dass das Unternehmen in Berlin viele jüngere Gebäude im Bestand hat.

Die räumliche Allokation der investiven Mittel ist von Wirtschaftlichkeitsüberlegungen im Hinblick auf die Perspektiven der Makro- und Mikrostandorte geprägt. Investiert wird nur dort, wo die Erwartung vorherrscht, zumindest einen großen Teil der Modernisierungsumlage nach § 559 BGB auch nachhaltig erzielen zu können. Das kann nicht nur an angespannten, sondern auch an stabilen Märkten der Fall sein (Dortmund) und zwar besonders dann, wenn die Mieten vor der Modernisierung günstig waren. Abgesehen davon müssen die aus Modernisierungsmaßnahmen resultierenden Mieterhöhungen in das örtliche Mietgefüge passen, denn zu teure Wohnungen in problematischen Quartieren finden auch an angespannten Märkten keine Mieter (Hamburg).

Wegen der Modernisierungen kommt es punktuell zu Verdrängungsprozessen und damit auch zum Zuzug einkommensstärkerer Haushalte. In Berlin sind die modernisierungsbedingten Mieterhöhungen für Haushalte mit geringem Einkommen nach Einschätzung des Mietervereins häufig nicht tragbar. Auch aus Dortmund und anderen Ruhrgebietsstädten berichten die Mietervereine über den Auszug auch von langjährigen Bewohnern nach derartigen Mieterhöhungen (DMB NRW Pressemitteilung v. 12.05.2016). In diesem Zusammenhang wurde auch auf die Auswirkungen von Neuvermietungen nach Modernisierungen auf die soziale Mischung hingewiesen. Bei einem Modernisierungsvorhaben in der Dortmunder Innenstadt-West habe die Nettokaltmiete vor der Modernisierung bei 5 Euro pro m² gelegen. Nach Abschluss der Maßnahmen mussten die Mieter zwischen 6,60 und 6,80 Euro bezahlen. Bei Neuvermietung wurden die Wohnungen zu Preisen zwischen 8 und 9 Euro angeboten. Steigende Mieten infolge von Modernisierungen (Hüllensanierungen) und Verdrängung wurden von den Mietervertretern auch in Bonn beobachtet, wohingegen in Hamburg in den betroffenen Gebieten lagebedingt kein Einfluss auf die soziale Schichtung aufgetreten ist.

Das *Mieterhöhungsverhalten* der börsennotierten Anbieter unterscheidet sich von dem der kommunalen Wohnungsunternehmen durch das unterschiedliche Gewicht der verschiedenen Mieterhöhungskanäle. Auch öffentliche Wohnungsunternehmen erhöhen die Bestandsmieten in der Regel auf die Mietspiegelmittelwerte. Aber bei modernisierungsbedingten Mieterhöhungen nutzen sie die gesetzlich möglichen Mieterhöhungsspielräume dann nicht vollständig aus, wenn die neue Nettokaltmiete zu einer unzumutbaren finanziellen Belastung für den Mieter führen würde. Auf der anderen Seite leistet auch die Vonovia standortabhängig mitunter Teilverzicht.

Tabelle 24: Wachstumsrate der durchschnittlichen Nettokaltmieten verschiedener börsennotierter und landeseigener Wohnungsunternehmen in Berlin 2007-2014

Unternehmen	Steigerung der durchschnittlichen Nettokaltmiete 2007-2014 in Prozent
GAGFAH	25,4
Deutsche Wohnen	24,2
Deutsche Annington	22,3
Gesobau	30,3
STADT UND LAND	27,2
Gewobag	26,8
degewo	24,3
WBM	23,5
HOWOGE	22,2

Quellen: Geschäftsberichte, Beteiligungsberichte der Senatsverwaltung für Finanzen

Trotz dieser Unterschiede im Mieterhöhungsverhalten konnten bei einem Vergleich der Wachstumsraten der durchschnittlichen Nettokaltmieten ausgewählter kommunaler und börsennotierter Wohnungsunternehmen in den Fokuskommunen

Berlin, Hamburg und Dortmund keine großen Unterschiede zwischen den beiden Gruppen festgestellt werden.¹⁴⁹ Allerdings unterscheiden sich die Befunde zwischen den untersuchten Kommunen.

In Berlin haben die 6 städtischen Unternehmen zusammen ihre Mieten seit 2007 stärker gesteigert als die 3 großen börsennotierten Wohnungsunternehmen.¹⁵⁰ Beim erreichten Mietpreisniveau gibt es keine großen Unterschiede zwischen den beiden Gruppen.

Für Hamburg ließen sich beim Vergleich der Mietenentwicklung von Gagfah und SAGA-GWG für denselben Zeitraum kaum Unterschiede im Hinblick auf Niveau und Anpassungstempo der Mieten feststellen. Allerdings hat sich das städtische Unternehmen im Gegensatz zur Gagfah in den letzten 2 Jahren (2014-2015) mit Mieterhöhungen für frei finanzierten Wohnraum sehr deutlich zurückgehalten.

Für Dortmund ist ein mietpreistreibender Effekt der umfangreichen Modernisierungen der Deutschen Annington zu erkennen. Dort hat dieses börsennotierte Unternehmen die Mieten seit 2007 stärker gesteigert als die DOGEWO. Das gilt aber nicht für die Mieterhöhungen der Gagfah im Vergleich mit der DOGEWO.

6.4 Engagement in Stadtentwicklungsprozessen

Neben der Mietpreispolitik spielt für die börsennotierten Wohnungsunternehmen das Engagement in der Stadtentwicklung insgesamt und besonders in den Quartieren eine Rolle, in denen sie größere Bestände halten. Insgesamt kann bilanziert werden, dass die Aktivitäten der börsennotierten Wohnungsunternehmen in Stadtentwicklungsprozessen im Gegensatz zu den kommunalen Wohnungsunternehmen etwas begrenzter sind. Besonders in Problemvierteln, in denen ein erhöhter Handlungsdruck besteht, engagieren sich die börsennotierten Wohnungsunternehmen auf Quartiersebene. Als Neubauakteure treten die börsennotierten Vermieter nur in Hamburg und Berlin auf. Die Buwog entwickelt an beiden Standorten größere Projekte, während die Deutsche Wohnen im Großraum Berlin aktiv geworden ist (siehe auch Abschnitt 5.6.4). Die Unternehmen verhalten sich damit ähnlich wie unter der Kontrolle der Primärinvestoren, die als private Wohnungsunternehmen ebenfalls nur ein geringes Engagement in Stadtentwicklungsprozessen an den Tag gelegt haben.

In Berlin erfolgt die Kommunikation der Stadtverwaltung mit den Unternehmen hauptsächlich über die immobilienwirtschaftlichen Verbände. Das Engagement der „wertschöpfenden“ privaten professionellen Anbieter¹⁵¹ in der Berliner Quartiersentwicklung ist auf die Großwohnsiedlungen beschränkt. Diese Anbietergruppe, zu der die börsennotierten Wohnungsunternehmen zählen, bringt sich quartiersweise entweder aktiv in die Quartiersentwicklung ein oder sie zeigt so gut wie kein Engagement. Es überwiegen aber die Siedlungen, wo sich diese Vermieter aktiv engagieren. Die Eigentumsverhältnisse und die Rechtsform sind in Berlin im Allgemeinen weniger entscheidend für das Engagement im Quartier (Kitzmann 2016). Die Deutsche Wohnen engagiert sich in Berlin beim Erhalt der sechs Berliner UNESCO-Weltkulturerbe-Siedlungen.

¹⁴⁹ Bonn und Dresden wurden bei dieser Betrachtung außen vor gelassen. In Bonn hat das dortige kommunale Unternehmen zu 80 Prozent geförderte Wohnungen im Bestand und in Dresden gibt es kein kommunales Wohnungsunternehmen (mehr).

¹⁵⁰ Für die anderen börsennotierten Anbieter lagen Daten erst ab 2013 vor.

¹⁵¹ Kitzmann (2016) unterscheidet „wertschöpfende“ und „opportunistische“ private professionelle Anbieter, wobei die opportunistischen Anbieter von einer Handelsorientierung geprägt sind und nicht langfristig in ihre Bestände investieren.

Aus Sicht der Behörde für Stadtentwicklung in Hamburg sind die wohnungspolitisch wichtigeren Akteure das kommunale Wohnungsunternehmen SAGA-GWG sowie die Genossenschaften. Diese Vermieter bringen sich aktiv in die Prozesse der Stadterneuerung ein und engagieren sich auch im Wohnungsneubau. Börsennotierte Wohnungsunternehmen haben bislang an keiner Konzeptausschreibung der Kommission für Bodenvergabe teilgenommen, um auf diesem Weg ein Wohnungsneubauprojekt zu realisieren. Allerdings hat sich die Gagfah zusammen mit der Stadt Hamburg, anderen privaten Eigentümern und der städtischen Wohnungswirtschaft im Rahmen des Housing Improvement-Distriktes Steilshoop engagiert und Investitionen in das Umfeld getätigt. Und die Buwog bereitet in Hamburg ein großes Neubauprojekt vor.

In Dortmund werden die börsennotierten Wohnungsunternehmen differenziert wahrgenommen. Es fällt auf, dass sie mitunter von selbst mit Wohnprojekten auf die Verwaltung zugehen. Die börsennotierten Unternehmen tätigen Investitionen in die Bestände, bemühen sich mit höchster Priorität um Leerstandsreduzierung und sind für die Stadtverwaltung ansprechbar. Die LEG und die Deutsche Annington haben Belegungsvereinbarungen mit der Stadt Dortmund unterzeichnet und zwar ohne Gegenleistung. Die beiden Unternehmen haben „schwierige Fälle“ mit Wohnraum versorgt. Die LEG hat ihr Engagement bei zwei Quartiersmanagement-Projekten in Dortmund verlängert.

Bei der Vonovia zeichnet sich in NRW neuerdings ein umfassenderer Ansatz in der Quartiersentwicklung ab. Es scheint, dass das Unternehmen anhand von Pilotprojekten (Essen Eltingviertel, Aachen Preuswald, Dortmund-Westerfilde) eine andere Art von Bestandsmanagement einübt. Auch hat das Unternehmen im Essener Eltingviertel öffentlich geförderten Wohnraum geschaffen.¹⁵²

In Bonn war in Neu-Tannenbusch die Beteiligung der Deutschen Annington und der LEG am Förderprogramm Soziale Stadt anfangs zurückhaltend. Offenbar haben Überlegungen zur Ausweisung eines Housing Improvement Districts (HID) hier eine motivierende Wirkung entfaltet.

Die Anfang 2016 vom DMB durchgeführte Befragung bei den Mitgliedsvereinen kommt dagegen zu dem Ergebnis, dass „sich die entsprechenden Wohnungsunternehmen kaum merkbar in die Prozesse der Stadt- und Quartiersentwicklung einbringen“ (DMB 2016, S. 6). Mit der Befragung des DMB werden Ergebnisse aus früheren Untersuchungen einiger Vorgängerunternehmen bestätigt (BMVBS 2010, TRAWOS 2012). Auf der anderen Seite gibt es eine Reihe von Beispielen für Engagements in der Quartiersentwicklung. Auch die Auszeichnung der Deutsche Wohnen AG mit dem „Bauherrenpreis Modernisierung 2015“ für die Bestandssanierung der Eisenbahnersiedlung in Elstal (Brandenburg) kann als Indiz für eine nachhaltigere Bewirtschaftungsstrategie angesehen werden (Geschäftsbericht 2015, S. 12). Ob diese Ansätze als eine grundlegende Neuorientierung zu bewerten sind oder – wie von einigen der befragten Experten vermutet – lediglich als „Leuchtturmprojekte“ Teil der Kommunikationspolitik sind, bleibt abzuwarten. Höhere Investitionen in Stadtentwicklung und Städtebau können auch auf einer betriebswirtschaftlichen Logik beruhen, da sie mittel- bis langfristig eine bessere Vermietung bei höheren Mieten bewirken können und zudem zur Imagepflege und -bildung beitragen.

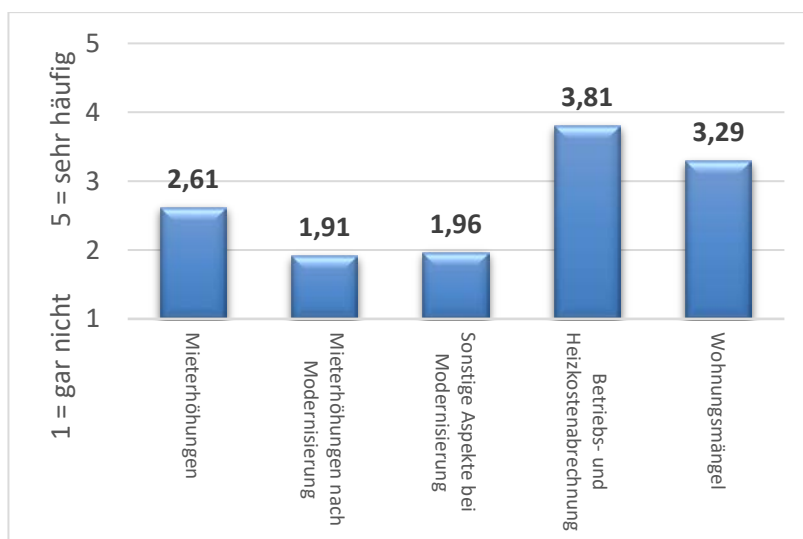
¹⁵² MBWSV NRW 2016, S. 6-7

6.5 Konfliktfelder in der Mieter-Vermieter-Beziehung bei börsennotierten Wohnungsunternehmen

Neben Mieterhöhungen und dem zurückhaltenden Engagement in Stadtentwicklungsprozessen ergeben sich nach Darstellung der Mieterorganisationen in den Fokuskommunen an den Kundenschnittstellen weitere Probleme aus der Bewirtschaftung der Bestände der börsennotierten Wohnungsunternehmen. In vielen Fällen sind die hier beschriebenen Belastungen des Mieter-Vermieter-Verhältnisses nicht auf die Börsengänge der Unternehmen zurückzuführen, sondern sie wurden auch bereits bei den Vorgängerunternehmen moniert.

Als Hauptkonfliktfelder in der Mieter-Vermieter-Beziehung werden von den Mietervertretern fehlerhafte Betriebskostenabrechnungen, die mangelhafte Bestandspflege, Mieterhöhungen, sozial nicht verträgliche Modernisierungen, die Abgrenzung von Instandsetzungs- und Modernisierungsanteilen und die schlechte Erreichbarkeit der Vermieter genannt. Zu diesem Ergebnis kommt auch die Befragung des DMB (Abbildung 20). In Berlin waren diese Themen in der Regel schon vor den Börsengängen strittig. Die Vonovia war in Dortmund vor dem Börsengang durch eine schlechte Erreichbarkeit und eine teilweise mangelhafte Bestandspflege aufgefallen. Derzeit bilden die modernisierungsbedingten Mieterhöhungen den Hauptstreitpunkt mit diesem Unternehmen.

Abbildung 20: Häufigkeit der Rechtsberatungen nach Themenfeldern



Quelle: DMB 2016, S. 2

Ein Dauerthema zwischen Mietern und Vermietern sind die *Betriebskosten*. Daran haben die Börsengänge wenig geändert. So sind die Betriebskostenstreitigkeiten mit der Deutschen Annington / Vonovia in Dortmund auf unverändertem Niveau. Nach dem Börsengang wurden auf diesem Gebiet keine Zugeständnisse gemacht. Es werde vielmehr unverändert „eine harte Linie gefahren“. Das Unternehmen sei „kreativ beim Erfinden neuer Betriebskostenarten“ (Mieterverein Dortmund). Aus Bonn und Hamburg wird von formalen Fehlern in den Betriebskostenabrechnungen berichtet, die auf Organisationsprobleme hindeuten. Auch die Befragung des DMB bestätigt, dass das Konfliktfeld „Betriebs- und Heizkostenabrechnungen“ bei allen in die Befragung einbezogenen Unternehmen die höchste Beratungsintensität aufweist (DMB 2016, S. 2).

Auch wegen *Wohnungsmängeln* suchen die Mieter häufig die Beratung durch die Mietervereine. Allerdings gebe es bei den börsennotierten Vermietern keine Problemimmobilien im Sinne von „Schrottimmobilien“, doch seien vereinzelt vernachlässigte und schlecht instandgehaltene Bestände auszumachen, z.B. bei GCP in der Dortmunder Echeloh-Siedlung. Die Vernachlässigung betrifft eher einzelne Immobilien und Wohnungen als ganze Häuserzeilen oder Quartiere.

Energetische Modernisierungen (Abschnitte 5.5 und 6.3) sorgen in den Fokuskommunen für viele Konflikte. Der Unmut der Mieter richtet sich gegen die Art der Dämmung (Berlin), manchmal auch gegen Balkonerweiterungen (Dortmund) und natürlich gegen die modernisierungsbedingten Mietsteigerungen, die die eingesparten Heizkosten meistens sehr deutlich übersteigen. Ein Konfliktfeld bildet auch die Abgrenzung zwischen Modernisierungs- und (nicht umlegbaren) Instandsetzungskosten. Bei modernisierungsbedingten Mieterhöhungen haben ausweislich der DMB-Befragung überdurchschnittlich viele Vonovia-Mieter Beratungsbedarf (DMB 2016, S. 3). Das ist allerdings eine Folge der besonders aktiven Modernisierungsstrategie dieses Unternehmens: Mehr Modernisierungsfälle pro 1.000 Wohneinheiten lösen zwangsläufig auch mehr Beratungsfälle aus.

Die Streit anfälligkeit bei *Mieterhöhungen* in laufenden Mietverträgen (§ 558 BGB) ist bei der LEG und der Vonovia besonders hoch (DMB 2016, S. 3). Das Anpassungstempo der Mieterhöhungen vor und nach dem Börsengang wird unterschiedlich bewertet: In Berlin und Bonn wird eine stärkere Ausnutzung der gesetzlichen Mieterhöhungsspielräume mit preistreibender Wirkung auf die Mietspiegelmieten wahrgenommen. Dagegen vollziehen sich die Mieterhöhungen bei der Deutschen Annington in Dortmund mit etwa denselben Zuwachsraten wie vor dem Börsengang.

Ihre Rechtsfrieden stiftende Rolle vermögen die Mietspiegel in den Fokuskommunen nicht immer uneingeschränkt auszuüben. In Berlin und Bonn sind Mietspiegel wegen methodischer Fragen gerichtlich angefochten worden. In Berlin versucht die Deutsche Wohnen mit unterschiedlichen Varianten, Mieterhöhungen oberhalb der Mietspiegelmieten durchzusetzen. Die LEG hatte es in Dortmund mit Mieterhöhungen im oberen Spannenbereich versucht (Promontoria-Bestand). Die Mieterhöhungen bewegen sich auch im Altbestand oft an der Mietspiegelobergrenze (obere Spanne). Niederlagen vor Gericht, Gegendruck und Mobilisierung haben hier zu einer größeren Zurückhaltung der LEG geführt. In Dortmund sind die Versuche, den Mietspiegel zu interpretieren oder zu umgehen infolge des neuen Dortmunder Mietspiegels, der die Lagezuordnung eindeutig regelt, rückläufig. Rechtssichere Mietspiegel mit möglichst geringen Ermessensspielräumen bei der Anwendung sind eine wichtige Voraussetzung, um die Umgehung von Mietspiegeln durch Flatrates, neue Lagezuordnungen, etc. zu begrenzen.

Wiederholt beschreiben die Mieterorganisationen, dass die Kontaktaufnahme der Mieter mit den börsennotierten Wohnungsunternehmen im Falle von Rückfragen, Mängeln und notwendigen Reparaturen schwierig ist. Die Erreichbarkeit, Zugänglichkeit und Reaktionsgeschwindigkeit der Vonovia wird in den Fokuskommunen als hochproblematisch angesehen. Das Unternehmen reagiert bei den von den Mietern gemeldeten Reparaturbedarfen nach wie vor langsam (Berlin, Hamburg, Dortmund). Auch sei die Vonovia aufgrund der zunehmenden Standardisierung der Prozesse immer weniger in der Lage, auf die Bedingungen des Einzelfalls adäquat einzugehen (Abschnitt 5.4).

Trotz ihrer dezentralen und kundennahen Organisationsstruktur (Abschnitt 5.4) wird auch die LEG von den Mietervereinen als „weit weg von den Mietern“ wahrgenommen. Das Unternehmen wurde für seine „chaotische Verwaltungsstruktur“ kritisiert: Die Zuständigkeiten für Mieterhöhungen, Betriebskosten, Mängel, Baumaßnahmen und Mietrückstände sind bislang auf unterschiedliche Abteilungen verteilt. Zukünftig sollen diese Aufgaben stärker zentralisiert werden.

Hinsichtlich der *Konfliktbereitschaft* der Unternehmen sind Unterschiede erkennbar, so in Berlin zwischen der Deutsche Wohnen und der Vonovia. Die Deutsche Wohnen lässt sich nicht auf Kompromisse ein und ficht stattdessen Streitigkeiten mit den Mietern vor Gericht aus. Besonders mit der Tochter GSW seien Kompromisslösungen vor- und außergerichtlich schwer zu erreichen. Die Vonovia fordert zwar Mietrückstände und speziell Nebenkostenrückstände in Berlin konsequent ein, klagt in diesen Fällen aber seltener als die Deutsche Wohnen. Die Vonovia hat außerdem angekündigt, sich an den Berliner Mietspiegel halten zu wollen, während die Deutsche Wohnen als einziges Unternehmen massiv gerichtlich gegen den Mietspiegel vorgeht.

7 Schlussfolgerungen

Die Börsengänge von Wohnungsunternehmen und ihr weiteres Wachstum haben dazu geführt, dass ihre Bedeutung für die Wohnungs- und Kapitalmärkte erheblich größer geworden ist. Von einer prägenden Wirkung auf die Wohnungsmärkte kann jedoch nur in denjenigen Quartieren, Städten und Regionen die Rede sein, wo sich die Wohnungsbestände dieser Unternehmen konzentrieren.

Die Schlussfolgerungen aus den Ergebnissen der Untersuchung werden anhand von vier Leitfragen strukturiert:

1. Worin unterscheiden sich die börsennotierten Wohnungsunternehmen von anderen Anbietergruppen?
2. Gibt es spezifische Risiken für die börsennotierten Wohnungsunternehmen?
3. Welche Auswirkungen hat das operative Verhalten der börsennotierten Wohnungsunternehmen auf wichtige Stakeholdergruppen?
4. Welche Rolle spielen die börsennotierten Wohnungsunternehmen im Hinblick auf wichtige wohnungspolitische Herausforderungen?

7.1 Besonderheiten der börsennotierten Wohnungsunternehmen

Die Untersuchung hat ergeben, dass sich die börsennotierten Wohnungsunternehmen von ihren Konkurrenten aus anderen Anbietergruppen durch folgende Besonderheiten unterscheiden:

- Sie unterliegen andauernd einem deutlich höheren Wachstums- und Performancedruck.
- Die Unternehmensführung ist in Folge dieser Rahmenbedingungen in Bezug auf die Gestaltung der Geschäftsprozesse sehr analytisch und effizienzorientiert.
- Es lassen sich Geschäftsmodelle beobachten, die zum Teil durch eine extrem ausgeprägte Ausgestaltung einzelner Werthebel gekennzeichnet sind.
- Die Kapitalmarktorientierung ist wesentlich stärker als bei den anderen Anbietergruppen.
- Die Konzentrationstendenz durch Fusionen und Übernahmen ist bei den börsennotierten Wohnungsunternehmen aktuell sehr stark ausgeprägt. Vergleichbare Tendenzen sind bei den anderen Anbietergruppen nicht zu beobachten.

Aus den höheren Anforderungen im Hinblick auf Transparenz und Rechenschaft, denen börsennotierte Unternehmen unterliegen (Abschnitte 3.3 und 4.1.3), entsteht ein hoher Performancedruck auf die Geschäftsergebnisse. Die Gründe für die Fokussierung der börsennotierten Wohnungsunternehmen auf permanente Prozessinnovation, Effizienzsteigerung und Kostensenkung sind also umfeldbedingt. Die Unternehmen bewegen sich anders als ihre Konkurrenten aus den anderen Anbietergruppen (z.B. öffentliche und genossenschaftliche Wohnungsanbieter) in einem Umfeld mit erhöhter Transparenz und schärferen Sanktionen für unternehmerische Fehlentscheidungen oder passives Verhalten (fallende Aktienkurse, Abberufung des Vorstandes, feindliche Übernahmen). Der daraus entstehende *andauernde Wachstums- und Performance-
druck* ist eine wesentliche Besonderheit der börsennotierten Wohnungsunternehmen. Sie müssen immer wieder plausible

Argumente für die Erwartung weiterer Wertsteigerungen und Ergebnisverbesserungen finden. Insofern werden die einzelnen Wertetreiber oft sehr weitgehend ausgereizt und auch kombiniert eingesetzt, um die ehrgeizigen Renditeziele zu erreichen.

Der festgestellte Wachstums- und Performancedruck hat aber nicht zu einer Uniformität der Geschäftsmodelle geführt. Die Untersuchung hat im Gegenteil gezeigt, dass die Geschäftsmodelle der börsennotierten Wohnungsunternehmen sehr *heterogen* sind. Die Unterschiede können mit der vorgefundenen regionalen Ausgangsverteilung und der Qualität der Wohnungsbestände, mit der differenzierten Entwicklung von räumlichen Teilmärkten, aber auch mit der begrenzten Kopierbarkeit von Geschäftsmodellen (z.B. größenabhängige Strategien oder Positionierungsstrategien) und den Ansprüchen der Investoren auf einmalige Geschäftsmodelle erklärt werden. Davon abgesehen können Vorprägungen der Unternehmen durch die Primärinvestoren aus der Zeit vor dem Börsengang sowie persönliche Vorlieben, Wertvorstellungen und Einschätzungen der Vorstände eine Rolle spielen. Das schließt aber nicht aus, dass einzelne erfolgreiche Elemente von Geschäftsmodellen kopiert werden. Außerdem ergänzen sich antipodische Geschäftsmodelle mitunter in vorteilhafter Weise: So wird die Portfoliobereinigung um Nicht-Kernbestände durch einen entsprechend spezialisierten Abnehmer wie die Grand City Properties erleichtert.

Die unterschiedlichen Geschäftsmodelle zeigen sich beispielhaft an den jährlichen Instandhaltungs- und Modernisierungskosten pro Quadratmeter. Wir finden hier Unternehmen mit einer aktuell außerordentlich hohen Investitionsneigung (Vonovia, Akelius) ebenso wie Unternehmen mit einer mittleren (Deutsche Wohnen) oder einer sehr geringen Investitionsneigung (TAG, GCP).

Die börsennotierten Wohnungsunternehmen setzen im Rahmen ihrer Geschäftsmodelle nur selten Werttreiber ein, die innerhalb der anderen Anbietergruppen gar nicht zum Einsatz kommen. Die Geschäftsmodelle sind aber oft *stärker akzentuiert* und werden zum Teil sehr weitgehend umgesetzt (Beispiel: die langfristige Insourcing-Initiative der Deutschen Annington / Vonovia, die auf eine außerordentlich hohe Wertschöpfungstiefe abzielt). Die börsennotierten Unternehmen neigen dazu, die Werttreiber viel stärker auszureizen als etwa ihre Konkurrenten aus dem öffentlichen Sektor. Ihre Geschäftsmodelle setzen auch mehr auf Größe und Skaleneffekte. So findet man Insourcing-Maßnahmen und formalisierte Portfoliomanagementmodelle auch bei öffentlichen Wohnungsunternehmen, jedoch kaum so konsequent umgesetzt und auf die Spitze getrieben wie bei der Vonovia, die sich damit auf dem Weg zu einem vollintegrierten Wohnungskonzern befindet. Weitere Belege dafür sind die umfassende Prüfung ihrer Bestände auf Nachverdichtungspotentiale und die europaweite Suche nach den günstigsten Beschaffungsquellen für Bauteile durch die Vonovia. GCP, Vonovia und andere börsennotierte Wohnungsunternehmen haben sich einer *analytischen Unternehmensführung* verschrieben. Das heißt, dass alle Prozesse immer wieder zergliedert und auf *Effizienzsteigerungsmöglichkeiten* hin geprüft werden. Die auf diese Weise identifizierten Potentiale werden konsequent ausgenutzt.

Börsennotierte Wohnungsunternehmen sind insbesondere hinsichtlich der Gestaltung ihrer Geschäftsprozesse innovativ, ohne dass sie aber grundsätzlich neue Werthebel oder Produkte „erfinden“. Die konsequente Optimierung der Prozesse im Rahmen ihrer Geschäftsmodelle hat insofern Pionierwirkung. Dies wird voraussichtlich zu einer Diffusion dieser Konzepte in Teilen der unternehmerischen Wohnungswirtschaft und damit auch zu einer Anwendung durch andere Wohnungsunternehmen führen. Somit wird vermutlich auf mittlere bis lange Sicht auch das Verhalten der anderen Anbietergruppen am Wohnungsmarkt geprägt werden.

Die Geschäftsstrategien der börsennotierten Wohnungsunternehmen zielen nicht nur auf die Optimierung der Bestandsbewirtschaftung und der Wohnungsportfolios ab, sondern sie tragen im Unterschied zu anderen Anbietergruppen wesentlich stärker den veränderlichen Rahmenbedingungen des Börsen- und Kapitalmarktumfeldes Rechnung. Das betrifft neben der Immobilienbewertung nach IFRS (Abschnitt 3.3.3), die Nutzung von Gelegenheitsfenstern an den Kapitalmärkten etwa zur Refinanzierung von besicherten Anleihen oder für die Emission von Hybridanleihen (Abschnitt 3.5.1). Die börsennotierten Anbieter nutzen Gelegenheiten an den Kapitalmärkten insbesondere auch zur Finanzierung von Übernahmetransaktionen (Abschnitt 3.4.3). Im Vergleich mit anderen Anbietergruppen hängt außerdem das Volumen ihrer Bestandsinvestitionen stärker von der Zinssituation an den Finanzmärkten und damit von den Zinsbelastungen aus entsprechenden Investitionen ab. Aus der *stärkeren Kapitalmarktorientierung* der börsennotierten Wohnungsunternehmen können sich sowohl Chancen als auch Risiken ergeben.

Die auffälligste Besonderheit der börsennotierten Wohnungsunternehmen war der in den letzten Jahren vollzogene *Konzentrationsprozess*, der sich in Form einer ganzen Reihe von Unternehmensübernahmen innerhalb des börsennotierten Sektors selbst geäußert hat. Das größte Unternehmen, die heutige Vonovia, kontrolliert mittlerweile fast die Hälfte aller Wohnungen börsennotierter Wohnungsunternehmen. Vonovia und Deutsche Wohnen zusammen halten knapp zwei Drittel. Die Gründe für die hohe Akquisitionsintensität liegen in der Verbindung der entsprechenden Finanzierungsmöglichkeiten (Nutzung von Gelegenheitsfenstern am Kapitalmarkt) mit einer erhöhten Transparenz der betriebswirtschaftlichen Performance und der relativen Schutzlosigkeit insbesondere von Publikums-Aktiengesellschaften mit einem hohen Streubesitzanteil gegenüber Übernahmeversuchen. Diese können bei eigenen Performanceschwächen, aber auch bei erwarteten betriebswirtschaftlichen Synergien in Abhängigkeit von der Kapitalmarktverfassung zu vergleichsweise leichten Übernahmezielen werden. Als Käufer kommen insbesondere andere (größere, erfolgreichere) Aktiengesellschaften mit entsprechenden Möglichkeiten der Übernahmefinanzierung in Frage.

7.2 Risikolage der börsennotierten Wohnungsunternehmen (Markt- und Finanzierungsrisiken)

Die börsennotierten Wohnungsunternehmen sind jetzt weniger risikoreich finanziert als es ihre Vorläuferunternehmen unter der Kontrolle der Finanzinvestoren waren. Die Verschuldung der Gesamtheit der börsennotierten Wohnungsunternehmen ist in absoluten Zahlen zwar gestiegen. Dem stehen aber auch höhere Vermögenswerte und gestiegene Eigenkapitalquoten gegenüber. Außerdem sind die Fälligkeiten nun gleichmäßiger in der Zeit verteilt (Abschnitt 5.8) und auch der instrumentelle Finanzierungsmix hat sich geändert.

Die risikoreichen Übernahmefinanzierungen gehören damit der Vergangenheit an. Anders als ihre opportunistisch orientierten Vorläufer sehen die heutigen Eigentümer ihre Beteiligungen an den Unternehmen überwiegend als solide Langfristinvestments an. Die Renditeansprüche sind nun bescheidener und die Risikotoleranz hat abgenommen. Die heutigen Großaktionäre beherrschen jedoch keineswegs die börsennotierten Wohnimmobilien-Aktiengesellschaften – von Ausnahmen abgesehen. Die wichtigsten börsennotierten Wohnungsunternehmen sind heute Publikums-Aktiengesellschaften mit Streubesitzquoten von über 80 Prozent. Als Folge hat die Freiheit der Corporate Governance-Organe im Hinblick auf die Bestimmung von Strategien und Werthebeln wesentlich zugenommen. Die langfristigen Ankeraktionäre fördern allerdings die langfristige und nachhaltige Ausrichtung der Geschäftsmodelle.

Für die Einschätzung der Risikolage der börsennotierten Wohnungsunternehmen sind derzeit in erster Linie die Markt- und die Finanzierungsrisiken von Bedeutung. Das Leistungsrisiko spielt allenfalls bei fundamentalen Reorganisationsprojekten oder beim Outsourcing des Property Managements eine Rolle (eventuell auch bei zukünftig höheren Neubauaktivitäten). Das Kostenstrukturrisiko können die Unternehmen kaum beeinflussen, denn ein hoher Fixkostenanteil¹⁵³ ist bei der Vermietung von Wohnraum unvermeidlich.

Die Wohnungsbestände der börsennotierten Wohnungsunternehmen befinden sich regional betrachtet nicht nur in angespannten, sondern zu beachtlichen Teilen auch in stabilen und entspannten Märkten. An den angespannten Märkten wie Berlin, Hamburg, Bonn und Dresden sind auch für die Zukunft reale Mietpreissteigerungen zu erwarten. Die Bevölkerungs- und Haushaltsprognosen gehen aber für viele Städte mit größeren Wohnungsbeständen börsennotierter Wohnungsunternehmen von einer rückläufigen demographischen Entwicklung aus. Im Ergebnis dürfte mittel- bis langfristig an vielen Standorten das Vermietungsgeschäft schwieriger werden. Dem haben die börsennotierten Wohnungsunternehmen zum Teil durch die Abschichtung von Nichtkernbeständen und nicht-strategischen Beständen bereits Rechnung getragen (Abschnitt 5.6.1). Davon abgesehen sind Mietsteigerungen in bestimmten Marktsegmenten auch an stabilen und entspannten Wohnungsmärkten möglich. Ein Instrument dafür sind unter den aktuellen Rahmenbedingungen energetische Hüllensanierungen von Wohngebäuden im unteren Qualitätssegment (Abschnitte 5.5 und 6.3).

Risiken für die börsennotierten Wohnungsunternehmen ergeben sich aus der Möglichkeit einer Umkehr der derzeit günstigen Umfeldbedingungen. Die Bilanzen der börsennotierten Wohnungsunternehmen spiegeln das heute herrschende extrem niedrige Zinsniveau (Abschnitt 5.8) und die fundamental günstige Entwicklung vieler städtischer Wohnungsmärkte wider. Die Folge sind hohe Bewertungen der Immobilienbestände und damit verbunden auch hohe Eigenkapitalbestände.

Das Risiko dieser Umfeldkonstellation besteht darin, dass es im Falle deutlich fallender Immobilienwerte oder deutlich steigender Kapitalmarktzinsen zu einem Rückschlag kommen kann. Die börsennotierten Wohnungsunternehmen sind insbesondere dem Zinsänderungsrisiko gegenüber exponiert. Steigende Zinsen erhöhen die Finanzierungskosten und sie mindern gleichzeitig die bilanzierten Immobilienwerte. Beide Faktoren wirken sich negativ auf die Periodenergebnisse und die Eigenkapitalbestände aus. Außerdem könnten auch Abschreibungen auf die Firmenwerte übernommener Wohnungsunternehmen erforderlich werden (Abschnitt 3.4.1). Aufgrund dieser Faktoren werden die finanziell am schwächsten aufgestellten Unternehmen des Sektors in einer Hochzinssituation unter Druck geraten. Es kommt hinzu, dass bei steigenden Zinsen erfahrungsgemäß Kapital aus den Aktienmärkten abgezogen wird und die Aktienkurse dadurch zusätzlich unter Druck geraten könnten.

Das Gros der öffentlichen, genossenschaftlichen und nicht börsennotierten privaten Wohnungsunternehmen wird sich im Falle spürbar steigender Kapitalmarktzinsen im Vergleich mit ihren börsennotierten Konkurrenten als bilanziell resilienter erweisen. Das ist nicht zuletzt eine Folge der konservativen Bewertungsregeln des Handelsgesetzbuches (Abschnitt 5.8).

¹⁵³ Fixkosten sind Kosten, die nicht von der Auslastung der Kapazitäten abhängen, die also bei zunehmendem Leerstand im Objekt nicht ohne weiteres abgebaut werden können.

7.3 Absehbare Auswirkungen auf die verschiedenen Stakeholdergruppen

Die Analysen der Bewirtschaftungsstrategien und die Gespräche mit den Vertretern der Mietervereine lassen darauf schließen, dass eine mögliche Vernachlässigung der Bestände aktuell kein Problem bei den börsennotierten Wohnungsunternehmen ist. Aus der Quellenanalyse und den Gesprächen mit den unterschiedlichen Akteuren wurde allerdings deutlich, dass die Mieter bestimmter Unternehmen ungewollte Investitionen erdulden müssen (besonders energetische Hüllensanierungen), die den Wohnwert kaum verbessern und die Heizkosten nur in begrenztem Umfang senken (in der Regel um nicht mehr als 50 Cent pro Monat und m²), aber deutliche Mieterhöhungen nach sich ziehen können. Daraus ist örtlich ein gewisser Verdrängungsdruck entstanden, ohne dass man hier aber von „Luxusmodernisierungen“ sprechen könnte. Auf luxuriöse Modernisierungen hat sich lediglich ein Anbieter spezialisiert, der aber regional nur in ausgewählten Teilmärkten und auch dort eher kleinräumig agiert. Die Befürchtungen, dass börsennotierte Wohnungsunternehmen die Mieten besonders aggressiv steigern, treffen nur teilweise zu. Insbesondere deren Bestandsmieter müssen sich hier weniger Sorgen machen. Vor allem, wenn örtlich qualifizierte Mietspiegel vorliegen, sind die Möglichkeiten zur Steigerung der Bestandsmieten begrenzt. Es gibt allerdings Anhaltspunkte dafür, dass die börsennotierten Vermieter an angespannten Märkten deutlich höhere Wiedervermietungsmieten verlangen als ihre kommunalen Konkurrenten. Und an den weniger angespannten und stabilen Wohnungsmärkten drohen unter Umständen Modernisierungen, die nicht im Interesse der Mieter liegen. Dem stehen für die Zukunft gewisse Aussichten auf mietpreissenkende Wirkungen der Diffusion von Prozessinnovationen gegenüber (Abschnitt 7.4).

Die Auswertungen der Befragungen der Mietervereine und die Interviews legen nahe, dass das Verhältnis der börsennotierten Wohnungsanbieter zu ihren Mietern häufig als gespannt und konfliktbeladen bezeichnet werden kann. Besonders die Betriebskostenabrechnungen sind Anlass für Auseinandersetzungen der Mieter mit ihren börsennotierten Vermietern. Die Streitanzahl bei Mieterhöhungen ist bei den verschiedenen Unternehmen unterschiedlich hoch. Davon abgesehen treten immer noch Organisationsmängel im Hinblick auf Erreichbarkeit, Zugänglichkeit und Reaktionsgeschwindigkeit einzelner Anbieter auf.

Die Mitarbeiter börsennotierter Wohnungsunternehmen sind die Hauptbetroffenen der ständigen Reorganisationen und Prozessoptimierungen, die nicht selten eine Folge von Unternehmensfusionen sind. Sie zahlen den Preis dafür in Form von Arbeitsverdichtung und zunehmendem Leistungsdruck sowie zum Teil auch in Form von schlechterer Bezahlung, weniger Urlaub und weniger Nebenleistungen ihrer Arbeitgeber. Mitbestimmt sind nur zwei der untersuchten Unternehmen. Der Anteil der nach Tarifvertrag bezahlten Mitarbeiter ist bei einem Unternehmen aufgrund von Einstellungen in neu gegründete tariflose Tochtergesellschaften deutlich rückläufig. Auf der anderen Seite sind die Arbeitsbedingungen bei den überregional als Lieferanten etwa von Hausmeisterdiensten auftretenden Unternehmen in der Regel auch nicht besser als in den tariflosen Töchtern dieses Wohnungsunternehmens.

Auswirkungen auf die verschiedenen Stakeholdergruppen und das Wohnumfeld hat auch das Engagement der börsennotierten Wohnungsunternehmen in den Stadtteilen und Quartieren. Mit Engagements in Stadtentwicklungsprozessen halten sich die börsennotierten Wohnungsunternehmen im Allgemeinen eher zurück. Sie engagieren sich insbesondere in schwierigen Nachbarschaften und Problemvierteln, wo sie einen besonderen Handlungsdruck empfinden. Für eine gezielte Erhöhung der Neubaufertigstellungen lassen sich die börsennotierten Anbieter bislang nur sehr eingeschränkt motivieren (Abschnitt 7.4).

7.4 Der Beitrag der börsennotierten Wohnungsunternehmen zur Bewältigung wohnungspolitischer Herausforderungen

Aus wohnungspolitischer Sicht stellt sich die Frage, wie sich börsennotierte Wohnungsunternehmen in Bezug auf wichtige wohnungspolitische Herausforderungen wie

- dem Neubau von („bezahlbaren“) Wohnungen,
- der energetischen Sanierung des Wohnungsbestandes im Rahmen der nationalen Klimaschutzziele und
- der Mietpreisentwicklung

verhalten bzw. in Zukunft wahrscheinlich verhalten werden.

Auf dem Gebiet des *Neubaus von Wohnungen* bieten die untersuchten Unternehmen ein uneinheitliches Bild. Es gibt Unternehmen, bei denen das Thema gar keine Rolle spielt, andere, die mit dem Gedanken spielen und wieder andere, für die der Wohnungsneubau eine wichtige Säule ihres Geschäftsmodells darstellt (Abschnitt 5.6.4).

Insgesamt gesehen spielt das Thema Wohnungsneubau für die Anbietergruppe der börsennotierten Wohnungsunternehmen aber bislang nur eine Nebenrolle. Die Unternehmen engagieren sich hier bislang nur sehr begrenzt. Am aktuellen Rand scheint sich jedoch eine Trendwende anzubahnen. Prägend für die weitere Entwicklung dürfte hier das Verhalten der Vonovia sein.

Das Unternehmen plant in großem Maßstab Nachverdichtungen und Aufstockungen und zwar in Verbindung mit einem möglichst hohen Vorfertigungsgrad, um die Baukosten zu minimieren. Die Vonovia hat ihren gesamten Grundstücksbestand systematisch auf entsprechende Nachverdichtungsmöglichkeiten hin überprüft (Abschnitt 5.6.4).

Der Neubau auf Grundstücken, die sich bereits im Eigentum der Unternehmen befinden, ist naheliegender und renditeträchtiger als der Neubau auf noch zu erwerbenden unbebauten Grundstücken. Nachverdichtungen und Aufstockungen haben den offensichtlichen Vorteil der entfallenden Grundstücks- und Erschließungskosten. Es wird daher erwartet, dass die börsennotierten Wohnungsunternehmen ihre Neubauaktivitäten zunächst auf Nachverdichtungsmaßnahmen konzentrieren werden. Bei der Vonovia kann das als sicher angesehen werden und auch bei Adler Real Estate und Deutsche Wohnen deuten die bisherigen Neubauaktivitäten eine entsprechende Schwerpunktsetzung an. Die Nachverdichtungsprojekte werden sich vermutlich auf Standorte mit angespannten Wohnungsmärkten und demographischem Potential konzentrieren (z.B. Berlin). Klassische Siedlungsbauprojekte dürften erst in Angriff genommen werden, wenn die Nachverdichtungspotentiale bereits weitgehend ausgeschöpft sind. Vor dem Hintergrund des 30-Hektar-Ziels und der im internationalen Vergleich relativ geringen Bevölkerungsdichte in den deutschen Großstädten entspricht diese Priorisierung der Nachverdichtung den wohnungspolitischen Zielen der Bundesregierung.

Börsennotierte Unternehmen könnten aufgrund ihrer Effizienzorientierung bei der Nachverdichtung von Quartieren zu Baumaßnahmen mit einem hohen Vorfertigungsgrad und standardisierten Bauweisen neigen, um die Baukosten zu begrenzen und die Renditen zu steigern. Konkrete Hinweise darauf gibt es aber bislang nur von der Vonovia.

Die entscheidende Voraussetzung für die auf mittlere Sicht in den Brennpunkten des Wohnungsbedarfs erforderlichen hohen Neubauleistungen ist neben dem Vorhandensein von leistungsfähigen Neubauträgern und genügend Wohnbauland die Mobilisierung von Kapitalmarktmitteln. Die erforderlichen hohen Neubauleistungen können nicht im Wege der Selbstfi-

finanzierung in Kombination mit klassischen Hypothekendarlehen erbracht werden. Die großen börsennotierten Wohnungsunternehmen eignen sich prinzipiell als Neubauträger, weil ihnen anders als den anderen Anbietergruppen gerade in dem derzeitigen Kapitalmarktumfeld weitreichende, flexible und günstige Möglichkeiten zur Finanzierung von Neubauaktivitäten im Wege der Außenfinanzierung offen stehen. Die Vorhaben müssten dabei allerdings ihren ambitionierten Renditeansprüchen genügen. Theoretisch könnten diese Unternehmen auch sehr große Neubauvorhaben mit denselben Instrumenten (Kapitalerhöhungen und Anleiheemissionen) finanzieren wie die Übernahme von konkurrierenden Wohnungsunternehmen. Offenbar erfüllt aber der Wohnungsneubau abgesehen von der Nachverdichtung die Renditeansprüche der börsennotierten Akteure derzeit noch nicht in ausreichendem Maße. Das könnte sich mit weiter steigenden Neubaumieten allerdings schrittweise ändern.

Wenn börsennotierte Wohnungsunternehmen in höherem Maße als Neubauakteure aktiviert werden sollen, muss unter den aktuellen Rahmenbedingungen die Rentabilität von Neubaumaßnahmen durch entsprechende Förderanreize verbessert werden, die natürlich nicht auf diese Vermietergruppe beschränkt werden können. Die börsennotierten Wohnungsanbieter stellen grundsätzlich strenge Wirtschaftlichkeitsanforderungen an Investitionen und verfügen über ausreichend Kapital und Informationen über die Förderlandschaft, so dass sie auf Verbesserungen der Förderanreize sensibel reagieren dürften. Es würde sich anbieten, alle Wohnungsunternehmen und Immobilieneigentümer bei der Priorisierung von Nachverdichtungsmaßnahmen einschließlich Dachaufstockungen zu unterstützen. Zu diesem Zweck könnte ein entsprechendes KfW-Kreditprogramm (Nachverdichtungsprogramm) erwogen werden. In dem derzeitigen Zinsumfeld wären allerdings Zulagenlösungen erfolversprechender (Nachverdichtungsprämie). Für deutschlandweit operierende Unternehmen, die Nachverdichtungen mit einem hohen Vorfertigungsgrad und unter Einsatz standardisierter Bauweisen planen, wäre flankierend die Schaffung der bauordnungsrechtlichen Voraussetzungen für bundeseinheitliche Typengenehmigungen hilfreich.

Es gibt aber auch börsennotierte Wohnungsunternehmen wie die GCP, die sich dennoch kaum bereitfinden dürften, Wohnungsneubau zu betreiben, weil dies keine sinnvolle Erweiterung ihres auf den Ankauf und die Repositionierung von Bestandsimmobilien mit hohem Leerstand fokussierten Geschäftsmodells darstellt. Effizienzfokussierten Massenvermietern wie der Vonovia ist es dagegen zuzutrauen, dass sie auch im Neubaubereich Einsparpotentiale realisieren und damit zu einer Angebotsausweitung beitragen, die sich nicht auf das Hochpreissegment beschränkt und das Angebot an Neubauwohnungen im mittleren Mietpreissegment erweitert.

Der Beitrag der börsennotierten Wohnungsunternehmen zu den *Klimaschutzziele*n kann nur grob über den Durchschnitt der aktivierten Modernisierungskosten pro m² Wohnfläche in den letzten 3 Jahren abgeschätzt werden. Daran gemessen kann für die Anbieter Vonovia, conwert und Akelius ein besonders hoher Beitrag angenommen werden. Adler und Buwog investieren vergleichsweise wenig in die Modernisierung ihrer Wohnungsbestände und die anderen Anbieter liegen hier im Mittelfeld. Die umfangreichen Wohnungsneubauten der Buwog dürften allerdings die klimabezogene Gesamtbilanz der Gesellschaft verbessern.

Die deutlichste Klimaschutzorientierung weist das spezielle Geschäftsmodell der Vonovia auf. Es beinhaltet unter anderem energetische Hüllensanierungen an sehr vielen Gebäuden. Weitere energetische Modernisierungsinvestitionen im Umfang von 600 Mio. Euro an 14 Prozent des Gesamtbestandes (entsprechend 50.000 Wohnungen) sind bereits geplant, wobei später noch energetische Modernisierungsinvestitionen in den ehemaligen Gagfah-Beständen hinzukommen werden. Bisher wurden zur Finanzierung der Maßnahmen vielfach KfW-Mittel aus dem Programm Energieeffizient Sanieren eingesetzt. Die entsprechenden Zinssubventionen des Bundes für die KfW-Kreditprogramme sind bei der Vonovia jedenfalls nicht

schlechter angelegt als bei anderen Eigentümern. Sie fließen außerdem nach § 559a Abs. 2 BGB in Form einer Reduzierung der Modernisierungsumlage an die Mieter zurück und senken insoweit deren Mietbelastung.

Die Modernisierungsumlage als solche ist nach Auffassung der Autoren allerdings im derzeitigen Zinsumfeld zu hoch und sie hat aus klimapolitischer Sicht Effizienzmängel (Kofner 2015). Außerdem bürdet sie den Mietern einseitig den größten Teil der Lasten der Energiewende im Mietwohnmobilienbestand auf. So gesehen wird durch die Inanspruchnahme der KfW-Darlehen die einseitige Lastenverteilung zumindest ein Stück weit korrigiert, denn die Mieter werden so für die gleichen Maßnahmenbündel weniger belastet als bei einer rein privaten Finanzierung. Trotz dieses Korrektureffektes werden durch die auf breiter Front durchgeführten energetischen Hüllensanierungen der Vonovia immer mehr Wohnungen vom unteren in das mittlere Preissegment befördert, wobei die Heizkostenersparnisse oft in keinem Verhältnis zu den Mieterhöhungen stehen.

Die Frage, ob die börsennotierten Wohnungsunternehmen *bezahlbare Mieten* garantieren können, ist nicht leicht zu beantworten. Dass die kapitalmarktorientierten Anbieter die Mieterhöhungsspielräume, die die Marktlage, die Wettbewerbsverhältnisse und das Mietpreisrecht ihnen belassen, so weit wie möglich ausnutzen, kann anhand von Zitaten aus den Geschäftsberichten belegt werden (Abschnitt 5.2.1).

Im Vergleich mit den anderen Anbietergruppen (auch Wohnungsgenossenschaften, private Amateurvermieter) zeichnet sich die Mietpreispolitik der börsennotierten Anbieter durch das systematische und flächendeckende Ausnutzen von sich bietenden Mieterhöhungsmöglichkeiten aus. Wesentliche Steigerungen der durchschnittlichen Sollmieten erzielen sie aber in erster Linie mit *fluktuations- und modernisierungsbedingten* Mieterhöhungen. Öffentliche Wohnungsunternehmen werden zum Teil durch Vorgaben ihrer Eigentümer direkt auf mietpreispolitische Zielsetzungen verpflichtet wie das Berliner Bündnis für soziale Wohnungspolitik und bezahlbare Mieten zeigt. Die Berliner städtischen Wohnungsgesellschaften haben auf diesem Gebiet aber bislang verglichen mit ihren börsennotierten Konkurrenten noch keine messbare Zurückhaltung geübt. Es gibt aber Belege dafür, dass die Gruppe der öffentlichen Wohnungsunternehmen insgesamt in den letzten beiden Jahren die sich an den angespannten Märkten bietenden Erhöhungsspielräume nicht vollumfänglich ausgenutzt hat. Ein echtes Gegengewicht bilden in dieser Hinsicht eher die Wohnungsgenossenschaften, die satzungsgemäß ihren Mitgliedern bezahlbare Mieten in ihren Wohnungsbeständen sichern und insoweit auf Rendite verzichten.

Das maximale Ausschöpfen der Spielräume für Mietsteigerungen auch in Form von Mieterhöhungen nach energetischen Hüllensanierungen durch die börsennotierten Anbieter trägt für sich genommen kurz- bis mittelfristig zur weiteren Ausdünnung des unteren Preissegments bei. Einkommensschwachen Mietern stehen damit immer weniger preiswerte frei finanzierte Mietwohnungen zur Verfügung. Energetische Modernisierungen sind gerade auch für die Vonovia ein wesentlicher Mieterhöhungskanal.¹⁵⁴ Aus der Sicht der Mieter wiegen die Heizkostenersparnisse die entsprechenden Mieterhöhungen in den meisten Fällen bei weitem nicht auf. Insoweit scheinen hier wohnungs- und klimapolitische Ziele miteinander zu konkurrieren. Modernisierungsbedingte Mieterhöhungen könnten sogar noch mehr als bislang schon zu einem treibenden Faktor der Mietpreisentwicklung werden, wenn andere Anbieter diese Investitionspolitik zu kopieren beginnen. Die moder-

¹⁵⁴ Zu den drei Mieterhöhungskanälen siehe Abschnitt 5.1

nisierungsbedingten Mietpreissteigerungen könnten im Zuge dieser Entwicklung auch immer mehr Wohnungsmärkte betreffen, die gar nicht als angespannt gelten. Für die betroffenen Kommunen kann das zur Folge haben, dass die KdU-Mietobergrenzen entsprechend angepasst werden müssen.

Mit diesen Befunden über die Auswirkungen der Preis- und Investitionspolitik der börsennotierten Wohnungsunternehmen ist aber noch nicht abschließend geklärt, wie sich die gewachsene Bedeutung dieser Anbietergruppe auf das langfristige Preisniveau an den Vermietungsmärkten auswirkt. Die Ergebnisse der Untersuchung zeigen, dass börsennotierte Wohnungsunternehmen aufgrund ihrer spezifischen Neuausrichtung und Weiterentwicklung der Geschäftsmodelle große Erfolge auf der Kostenseite erzielen konnten und wahrscheinlich weiteres Potential hierfür vorhanden ist. Da sie in vielen Bereichen Pioniere bei diesen Prozessinnovationen sind, können sie die so generierten Pioniergewinne an ihre Aktionäre ausschütten oder zunächst für sich behalten (wobei die Aktionäre in den Genuss der entsprechenden Unternehmenswertsteigerungen kämen). Eine Notwendigkeit für eine andere Verteilung der neu entstandenen Margen besteht für die Unternehmen in dieser Phase nicht. Im weiteren Verlauf der Entwicklung ist es aber wahrscheinlich, dass andere Anbietergruppen die eingesetzten Strategien und Prozessinnovationen – zumindest teilweise – kopieren werden und damit ihrerseits Kostensenkungen realisieren.

In diesem Fall wäre theoretisch zu erwarten, dass sich aufgrund der Konkurrenzsituation langfristig ein Gleichgewicht einstellen wird, bei dem die sinkenden Kosten auch an die Mieter – über sinkende Mieten – weitergegeben werden. Das Ausmaß dieses Effektes ist derzeit allerdings nur schwer abzuschätzen. Außerdem können die Prozessinnovationen, von denen hier die Rede ist, nur von einem kleinen Kreis von Großvermietern nachgeahmt werden, so dass den Aktionären der börsennotierten Vorreiter-Unternehmen ein Teil der Pioniergewinne erhalten bleiben wird. Es handelt sich hier eher um einen mit Verzögerung auftretenden Korrektoreffekt, dem die potentiell mietpreiserhöhenden Effekte aus dem Bedeutungszuwachs der börsennotierten Vermieter gegenüberzustellen sind: Neben den oben dargestellten Belastungen der Mieter durch die energetischen Hüllensanierungen könnte eine weitere Konzentration an lokaler Marktmacht einzelner Akteure in Form der damit verbundenen größeren Preissetzungsspielräume ein weiteres Risiko im Hinblick auf das Ziel „bezahlbarer Wohnraum“ darstellen.

Ein solches Konzentrationsszenario speist sich aus der Möglichkeit weiterer Zukäufe von Einzelportfolios aus dem nicht-börsennotierten Bereich sowie aus der Möglichkeit weiterer Übernahmen innerhalb des börsennotierten Angebotssegmentes selbst. Je größer die Marktanteile einzelner Anbieter in den einzelnen Quartieren, Stadtvierteln und Städten werden, desto eher werden sie dazu neigen, die sich damit eröffnenden preispolitischen Spielräume für zusätzliche Mieterhöhungen zu nutzen. Die Auswirkungen solcher Verhaltensweisen auf die Vergleichsmieten sind allerdings wegen der divergenten Praxis der Vergleichsmietenermittlung vor Ort und der regionalen Abweichungen bei der Geltung wesentlicher Bausteine des geltenden Mietpreisrechts nur schwer zu prognostizieren. Eine gewisse mieterhöhende Wirkung einer weiteren Konzentration an lokaler Marktmacht kann aber angenommen werden.

Alles in allem könnten die mietpreissenkenden Potentiale auf der Grundlage der Nachahmung kostensenkender Prozessinnovationen durch weitere Anbietergruppen jedoch – zumindest auf lange Sicht – die Folgen der beschriebenen anbietergruppenspezifischen Mietsteigerungsmechanismen teilweise kompensieren.

Da eine Reihe von großen Unternehmen erst vor kurzem an die Börse gegangen ist, ist der Beobachtungszeitraum für verlässliche Aussagen über das zukünftige Verhalten der Unternehmen auch unter veränderten Rahmenbedingungen noch

zu kurz. Davon abgesehen unterscheiden sich die verfolgten Geschäftsmodelle deutlich und es gibt bislang keine Hinweise darauf, dass sich hieran etwas ändern wird. Eine Konvergenz der Geschäftsmodelle deutet sich bisher jedenfalls nicht an. Die Folgen einer forcierten Expansion des börsennotierten Wohnungssektors etwa durch weitere Veräußerungen großer öffentlicher Wohnungsunternehmen können deshalb derzeit nicht mit hinreichender Verlässlichkeit abgeschätzt werden.

Insgesamt besitzt das Segment der börsennotierten Wohnungsunternehmen derzeit nicht die Größenordnung, bei der die Auswirkungen ihres unternehmerischen Handelns besondere Ausmaße auf den gesamten Wohnungsmarkt annehmen können. Daher beschränken sich die beschriebenen Auswirkungen derzeit auf das Marktsegment der börsennotierten Unternehmen. Es ist allerdings damit zu rechnen, dass größere öffentliche und private (nicht börsennotierte) Wohnungsunternehmen die Geschäftsmodelle und Wertsteigerungsstrategien ihrer börsennotierten Konkurrenten kopieren.

Quellen

- Arlinghaus, O. / Balz, U. (Hrsg. 2001): Going Public: Der erfolgreiche Börsengang, Oldenbourg.
- Buch, R. (2014): Deutsche Annington überzeugt als attraktiver Dividententitel, Rede von Rolf Buch, Vorstandsvorsitzender der Deutschen Annington Immobilien SE anlässlich der Hauptversammlung 2014.
- BBSR 2012: Wohnungs- und Immobilienmärkte in Deutschland 2011. BBSR-Analyse kompakt 01/2012
- BBSR (2014): Aktuelle und zukünftige Entwicklung von Wohnungsleerständen in den Teilräumen Deutschlands. Datengrundlagen, Erfassungsmethoden und Abschätzungen. Bonn 2014
- BBSR 2015: Wohnungsmarktprognose 2030.
- Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS / BBR, Hrsg. 2007): Veränderung der Anbieterstruktur im deutschen Wohnungsmarkt und wohnungspolitische Implikationen, Forschungen Heft 124, Bonn.
- Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS, Hrsg. 2010): Mehrfachverkäufe von Mietwohnungsbeständen, Forschungen Heft 146, Berlin.
- Binder, U. / Jünemann, M. / Merz, F. / Sinewe, P. (2007): Die Europäische Aktiengesellschaft (SE): Recht, Steuern, Beratung, Gabler Verlag.
- Breuer, W. (2014): M&A im Immobilienbereich: Da geht die Post ab, <http://www.goingpublic.de/ma-im-immobilienbereich-da-geht-die-post-ab/>
- Buchter, H. (2015): BlackRock: Eine heimliche Weltmacht greift nach unserem Geld, Campus Verlag.
- Cahn, A. (2011): Der Kontrollbegriff des WpÜG, Institute for Law and Finance der Goethe- Universität Frankfurt a.M., Working Paper Series No. 128 (10 / 2011).
- Deutsche Annington Immobilien SE (2014): Angebotsunterlage: Freiwilliges Öffentliches Übernahmeangebot (Kombiniertes Bar- und Tauschangebot) an die Aktionäre der GAGFAH S.A., Pflichtveröffentlichung nach §§ 34, 14 Abs. 2 und 3 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG).
- Deutsche Annington Immobilien SE Roadshow Frankfurt, 3rd November 2014.
- Deutsche Annington Immobilien SE: Q1 2014 Results Conference Call, Düsseldorf, 30.04.2014.
- Deutsche Börse AG (Hrsg., 2006): Praxishandbuch Börsengang: Von der Vorbereitung bis zur Umsetzung, Gabler Verlag.
- Deutsche Börse AG (2014): Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse AG, Version 6.29 vom Dezember 2014.
- Deutsche Bundesbank (2014): Eigentümerstruktur am deutschen Aktienmarkt: allgemeine Tendenzen und Veränderungen in der Finanzkrise, in: Monatsbericht 09/2014, S. 19-34.
- Deutscher Mieterbund Nordrhein-Westfalen e.V. (DMB NRW 2015): Wohnungspolitik in den Kommunen des Ruhrgebietes. Positionen des Mieterbundes NRW. Düsseldorf 2015.
- Deutscher Mieterbund Nordrhein-Westfalen e.V. (DMB 2016): Erfahrungen des Deutschen Mieterbundes mit großen Wohnungsunternehmen: Befragung bestätigt Probleme mit Vonovia, Deutsche Wohnen & Co, Düsseldorf, 21.06.2016.
- Eilenberger, G. (2012): Bankbetriebswirtschaftslehre: Grundlagen - Internationale Bankleistungen – Bank-Management, 8. Auflage, Oldenbourg.
- Fritsch, A. (2014): Die Eigentümerstruktur deutscher Aktiengesellschaften: Eine Betrachtung ihrer Relevanz für den Unternehmenserfolg, Igel Verlag.

GdW Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen e.V. (GdW 2015): Wohnungswirtschaftliche Daten und Trends 2015/2016, Berlin.

Gerbaulet, U. (2013): Equity Story, in: ipoBOX - Voraussetzung, S. 65-68.

Grill, W. / Perczynski, H. (1996): Wirtschaftslehre des Kreditwesens, 30. Aufl., Bad Homburg.

Haimann, R. (2006): Deutsche Annington soll an die Börse, Die Welt v. 15.11.2006.

Haimann, R. (2008): Die Zeit der großen Wohnungsverkäufe ist vorbei, Die Welt v. 04.04.2008.

Hasenkamp, H. / Gier, S. (2002): Deutsche Wohnen AG, in: Schulte et al. (Hrsg., 2002), S. 633-653.

Haubrok, A. (2006): Der Börsengang als Finanzierungsalternative, in: Deutsche Börse AG (Hrsg., 2006), S. 23-44.

Herrmann, A. (2016): Synergien nutzen, Kosten senken, in: Bundesbaublatt, Heft 3.

Homberg, F. (2010): Auslöser für Akquisitionen: Synergien oder Hybris?, Dissertation der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Zürich, Göttingen: Optimus Verlag.

Huszar, M. (2007): Rebellion der Kapitalanleger. Der Investorenaktivismus in Theorie und praktischer Anwendung. Hamburg, Diplomica Verlag GmbH 2007).

Jensen, M. / Ruback, R. (1983): The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, in: Journal of Financial Economics, vol. 11 (1983), S. 5-50.

Kehren, S. (2007): Paketaktionäre, Macht und Unternehmenserfolg, Springer-Verlag.

Kitzmann, R. (2016): Wohnungseigentümer in der Quartiersentwicklung, Vortrag auf der Jahrestagung des AK Geographische Wohnungsmarktforschung 2016 in Bonn, 15.09.2016.

Kofner, S. (2006a): Private Equity, in: WuM, 59. Jg., Heft 3, S. 133-137.

Kofner, S. (2006b): Private Equity Investment in Housing: The Case of Germany, Presentation in workshop 2 Housing Finance of the Annual Meeting of the European Network for Housing Research, 3. July 2006 in Ljubljana.

Kofner (2015): Klimaschutz kontra Mieterschutz? Die energetische Modernisierung von Mietwohnraum als Investitionsproblem, unveröffentlichtes Manuskript erstellt für den Vortrag auf dem Diskussions-Panel „Sozialpolitische Perspektiven energetischer Sanierung in Klein- und Mittelstädten“ der Novembertagung 2015 „Wohnen im sozialen Wandel“ des TRAWOS-Instituts in Kooperation mit dem Landkreis Görlitz am 13.11.2016 in Reichenbach / O.L.

Kreft, V. (1998): Erweiterte gewerbesteuerliche Kürzung bei Grundstücksunternehmen, in: Gestaltende Steuerberatung - Ausgabe 10/1998, S. 15.

Küting, K. / Weber, C. / Keßler, M. (2003): Betriebswirtschaftliche Grundlagen und bilanzielle Auswirkungen des (freiwilligen) Übernahmeangebots, in: FINANZ BETRIEB 10 / 2003, S. 625-639.

Lehner, C. / Weidling, K.-J. (2011): Sollten Wohnungsunternehmen Facility-Management-Leistungen auslagern? Pro und Kontra, in: Immobilien & Finanzierung, Heft 13, S. 442-443.

Leitner, S. (2007): Das Geheimnis um die Immobilien-Kennzahlen, in: Wirtschaftsblatt v. 27.11.2007.

M. M. Warburg & Co (2016): Sektorstudie Wohnimmobilien, Sector Report, veröffentlicht am 07.01.2016.

Mallmann-Bansa, B. (2014): Share-Deals scheinen schöner, in: Immobilienzeitung v. 23.01.2014.

Nicolai, A. / Thomas, T. (2004): Investoren-Aktivismus: Ursachen und Auswirkungen. In: Wirtschaftswissenschaftliches Studium: WiSt; Zeitschrift für Studium und Forschung. - Bd. 33, Heft 1, S. 20-24.

- Pierszinka, E. (2006): Investoren-Aktivismus in Deutschland und seine Bedeutung für das Strategische Management der Unternehmung. Hamburg, Diplomica Verlag GmbH 2007.
- Rechnungshof Rheinland-Pfalz (2012): Querschnittsprüfung Kommunale Wohnungsbaugesellschaften, Az.: 6-P-0052-22-1/2010, Speyer, 20.08.2012.
- Rehkugler, H. (Hrsg., 2009): Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt, Oldenbourg Verlag.
- Rottke, N. / Rebitzer, W. (Hrsg. 2006): Handbuch REPE, Verlag Rudolf Müller.
- Rudolph, B. (2006): Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, Mohr Siebeck.
- Schulte, K. / Achleitner, A. / Schäfers, W. / Knobloch, B. (Hrsg., 2002): Handbuch Immobilien-Banking, Köln: Rudolf Müller.
- Schumacher, H. / Fehr, M. (2014): Deutsche Wohnungskonzerne: Die Annington-Gagfah-Fusion ist erst der Anfang, in: Wirtschaftswoche v. 08.12.2014.
- Senatsverwaltung für Finanzen (verschiedene Jahrgänge): Beteiligungsberichte, Berlin.
- Stainer, A. / Holzmann, C. (2006): Exit en gros und en détail, in: Rottke / Rebitzer (Hrsg. 2006), S. 529-541.
- Stowell, D. (2010): An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity, Academic Press.
- Tolkmitt, V. (2007): Neue Bankbetriebslehre: Basiswissen zu Finanzprodukten und Finanzdienstleistungen, Gabler Verlag.
- TRAWOS Institut für Transformation, Wohnen und Soziale Raumentwicklung (2012): Aktuelle Geschäftsmodelle von Finanzinvestoren im Themenfeld Wohnungswirtschaftlicher Wandel und neue Finanzinvestoren, Gutachten im Auftrag der Enquetekommission Wohnungswirtschaftlicher Wandel und Neue Finanzinvestoren auf den Wohnungsmärkten in NRW.
- Ver.di Landbezirk NRW (2016): Wohnen geht uns alle an, Vorlage vom Landesfachbereichsvorstand beschlossen am 16.08.2016.
- Vonovia (2015): Angebotsunterlage: Freiwilliges Öffentliches Übernahmeangebot (Kombiniertes Bar- und Tauschangebot) der Vonovia SE an die Aktionäre der Deutsche Wohnen AG.
- Wögginger, H. (2003): Das Synergy-Value-Konzept: Synergien bei Mergers & Acquisitions, Gabler Verlag.
- Zajonz, R. (2010): Die Bewertung europäischer Immobilienaktien: theoretische und empirische Modelle zur Erklärung der NAV-Spreads, erschienen in der Reihe: Locarek-Junge, H. / Röder, K. / Wahrenburg, M. (Hrsg.): Finanzierung, Kapitalmarkt und Banken, EUL-Verlag (2010).

Anhang

Anhang A: Börsennotierte Wohnungsunternehmen nach Rechtsform, Segment- und Indexzugehörigkeit

Anhang B: Börsennotierte Wohnungsunternehmen: Marktkapitalisierung, Handelsvolumen und -intensität in 2014

Anhang C: Motive für die Übernahme börsennotierter Wohnungsunternehmen

Anhang D: Fallstudien: Börsengänge der GSW und der Deutschen Annington

Anhang E: Ausstehende Anleihen der börsennotierten Wohnungsunternehmen

Anhang F: Fallstudie: Finanzierungsstrategie der Deutschen Annington / Vonovia

Anhang A: Börsennotierte Wohnungsunternehmen nach Rechtsform, Segment- und Indexzugehörigkeit

Tabelle 25: Börsennotierte Wohnungsunternehmen nach Rechtsform, Segment- und Indexzugehörigkeit

Code	Unternehmen	Rechtsform	Aktiengattung ¹⁵⁵	WKN	ISIN	Transparenz	Marktsegment	Listing MDAX	Listing SDAX	EPRA
P1	Gagfah S.A.	Luxemburgische Aktiengesellschaft	Namensaktien mit Nennwert	A12GFH	LU1152862774	Prime	Regulierter Markt	19.12.2006 ¹⁵⁶		X
P2	GSW Immobilien AG	Deutsche Aktiengesellschaft	Nennwertlose Inhaberaktien	GSW111	DE000GSW1111	General	Regulierter Markt	19.09.2011 ¹⁵⁷		
P3	LEG Immobilien AG	Deutsche Aktiengesellschaft	Nennwertlose Namensaktien	LEG111	DE000LEG1110	Prime	Regulierter Markt	30.06.2013		X
P4	Deutsche Annington Immobilien SE	Europäische Aktiengesellschaft	Nennwertlose Namensaktien	A1ML7J	DE000A1ML7J1	Prime	Regulierter Markt	22.04.2014 ¹⁵⁸		X
I1	TAG Immobilien AG	Deutsche Aktiengesellschaft	Nennwertlose Namensaktien	830350	DE0008303504	Prime	Regulierter Markt	09/2012		X
I2	Adler Real Estate AG	Deutsche Aktiengesellschaft	Nennwertlose Inhaberaktien	500800	DE0005008007	Prime	Regulierter Markt		22.06.2015	X
A1	Deutsche Wohnen AG	Deutsche Aktiengesellschaft	Nennwertlose Inhaberaktien	A0HN5C	DE000A0HN5C6	Prime	Regulierte Markt	08.12.2010		X
A2	conwert Immobilien Invest SE	Europäische Aktiengesellschaft	Nennwertlose Inhaberaktien	801475	AT0000697750	Prime Market	Amtlicher Handel			X
A3	Grand City Properties S.A.	Luxemburgische Aktiengesellschaft	Nennwertlose Inhaberaktien	A1JXCV	LU0775917882	Entry	Open Market			X
A4	Buwog AG	Österreichische Aktiengesellschaft	Nennwertlose Inhaberaktien	A1XDYU	AT00BUWOG001	Prime Market	Amtlicher Handel			X

¹⁵⁵ Es handelt sich in allen Fällen um Stammaktien.¹⁵⁶ Nach der Übernahme durch die Deutsche Annington Immobilien SE seit 24.02.2015 nicht mehr im MDAX gelistet¹⁵⁷ Seit der Übernahme durch die Deutsche Wohnen AG nicht mehr im MDAX gelistet.¹⁵⁸ Nach Umbenennung in Vonovia SE seit September 2015 im DAX notiert.

Anhang B: Börsennotierte Wohnungsunternehmen: Marktkapitalisierung, Handelsvolumen und -intensität in 2014

Tabelle 26: Börsennotierte Wohnungsunternehmen: Marktkapitalisierung, Handelsvolumen und -intensität in 2014

Code	Unternehmen	Handelsvolumen Mio. €	Marktkapitalisierung Mio. €	Handelsintensität Prozent
P1	Gagfah S.A.	135,133	3.996,00	3,40
P2	GSW Immobilien AG	0,559	2.588,58	0,02
P3	LEG Immobilien AG	1.750,7	4.112,53	42,6
P4	Deutsche Annington Immobilien SE	51,048	6.304,56	0,81
I1	TAG Immobilien AG	681,473	1582,43	43,1
I2	Adler Real Estate AG	136,064	319,33	42,6
A1	Deutsche Wohnen AG	2.302,08	5.815	39,6
A2	conwert Immobilien Invest SE	8,225	815,19	1,00
A3	Grand City Properties S.A.	315,54	1.416,55	22,28
A4	Buwog AG:	34,203	1.633,65	2,10

Quelle: Deutsche Börse

Anhang C: Motive für die Übernahme börsennotierter Wohnungsunternehmen

Für die Übernahme der Colonia Real Estate AG durch die TAG Immobilien AG wurden folgende Motive angegeben¹⁵⁹:

- Zusammenführung der gemeinsamen Geschäftsfelder der Gesellschaften im Bereich der Wohnimmobilien und des Asset Managements und dadurch Hebung von Synergien
- Sinnvolle Ergänzung des Beteiligungsportfolios
- Stärkung der Marktposition, Bündelung von Kompetenzen und Nutzung von Synergien
- Weitgehende Deckungsgleichheit der Geschäftsbereiche beider Gesellschaften: gemeinsamer Fokus auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt sowie auf dem Dienstleistungssektor (Asset und Property Management)
- Erreichen einer für den deutschen Immobilienmarkt interessanten Größenordnung durch Zusammenführung beider Unternehmen
- Bündelung von Kompetenzen unter einem Dach, Nutzung gemeinsamer Synergien sowie Stärkung der Marktposition und der Wettbewerbsfähigkeit
- deutliche Steigerung des NAV nach erfolgreicher Konsolidierung der Colonia Real Estate
- Optimierung der Strukturen und Einsparpotentiale im Bereich der Verwaltungskosten
- Potential zur Leerstandsreduzierung, Kostensenkung und Wertsteigerung bei der Colonia Real Estate
- Unterstützung der Colonia bei der *Refinanzierung der 2011 fällig werdenden Wandelschuldverschreibung*
- langfristige Steigerung des Shareholder Value und Realisierung von nachhaltigen Wertsteigerungspotentialen
- Dividendenaufnahme nach erfolgreicher Konsolidierung der Colonia

Für die Übernahme der KWG Kommunale Wohnen AG durch die conwert Immobilien Invest SE wurden folgende Motive angegeben:

- Erweiterung des Deutschlandportfolios der conwert um rund 66 Prozent auf knapp 24.500 Einheiten
- *Erschließung der umfangreichen Expertise der KWG im deutschen Markt und ihrer Kompetenz in der langfristigen Wertsteigerung von Wohnimmobilien aufgrund ihres eigenen Asset- und Property Managements*
- Konsequente Stärkung der strategischen Ausrichtung als langfristiger Bestandhalter von deutschen Wohnimmobilien
- Erwartung signifikanter Synergiepotentiale sowie einer deutlichen Steigerung der Rentabilität des Gesamtportfolios
- Erhöhung der Ertragskraft der conwert und Schaffung der nötigen Voraussetzungen für den weiteren Ausbau des langfristigen Bestandsmanagements
- FFO-Beitrag von mindestens 3 Mio. Euro in 2013 und mindestens 5 Mio. Euro in 2014
- Fokus auf komplementäre Metropolregionen
- Lucky-buy in Q1 2013 aufgrund einer attraktiven Bewertung des Übernahmeziels im Umfang von 25-30 Mio. Euro
- Signifikante Synergiepotentiale im Umfang von etwa 10 Mio. Euro im ersten Jahr der vollen Integration
- Akquisition eines börsennotierten integrierten deutschen Wohnungsunternehmens mit diversifiziertem Portfolio in urbanen Regionen

¹⁵⁹ Siehe die beiden Pressemitteilungen der TAG v. 15.11.2010.

- Abdeckung der gesamten Wertschöpfungskette durch eine schlanke und kosteneffiziente Organisationsstruktur – Zentralisierung von Einkauf, Projektsteuerung, Asset- und Property Management
- Hochrentierliches Portfolio im Hinblick auf die Mieten mit signifikantem Potential für Wertsteigerungen
- Fokus auf Mikrostandorte in Metropolregionen und mittelgroßen Städten
- Zwei Portfoliosegmente: Core Portfolio – Investment Portfolio
- Erfahrenes Managementteam
- Verbesserung der Ertragskraft der conwert durch die hohe Rendite des KWG Portfolios.
- Verlagerung des strategischen Fokus auf die langfristige Bestandshaltung von Wohnimmobilien *in Deutschland*
- Wertschöpfungspotentiale in der Bewirtschaftung, beim Know-how-Transfer und bei den Synergien aus der Zusammenlegung der beiden Verwaltungsplattformen
- Ertragsstärke des Wohnimmobilienportfolios der KWG mit einem Leerstand von etwa 2 Prozent im Kernbestand
- Komplementarität beider Portfolios
- Untermauerung des Anspruchs von conwert, deutschlandweit in wesentlichen Metropolregionen präsent zu sein.
- Erwartung signifikanter Synergiepotentiale sowie einer deutlichen Steigerung der Rentabilität des Gesamtportfolios und insbesondere des FFO von mindestens 3 Mio. Euro bereits 2013 allein aus der KWG ohne Synergieeffekte mit starkem Steigerungspotential in den kommenden Jahren.

Für die Übernahme der GSW Immobilien AG durch die Deutsche Wohnen AG wurden folgende Motive angegeben:¹⁶⁰

- Hohe Komplementarität der Portfolios der Deutsche Wohnen und GSW Immobilien
- Starker Fokus auf Berlin beider Unternehmen auf Berlin
- Übereinstimmung der Geschäftsphilosophien
- Langfristige Reinvestition der erwarteten Effizienzgewinne in den Bestand
- "Best-in-Class"-Integrationsansatz
- Erzielung von Skaleneffekten bei der Verwaltung und Bewirtschaftung der Objekte sowie positive Effekte auf der Beschaffungsseite (z.B. Facility-Management, Versicherungen, Energie)
- Erwarteter Anstieg des FFO-Profils des zusammengeschlossenen Unternehmens im Umfang von 25 Mio. Euro pro Jahr nach der vollständigen Integration
- Erwarteter Nettobarwert der Synergien in Höhe von ca. 430 Mio. Euro

Für die Übernahme der Gagfah S.A. durch die Deutsche Annington SE wurden folgende Motive angegeben:¹⁶¹

- Schaffung eines nationalen Champions von europäischer Dimension mit Verankerung in Nordrhein-Westfalen

¹⁶⁰ Alle Unternehmensmitteilungen der Deutsche Wohnen AG zu dem Übernahmeangebot unter <http://ir.deutsche-wohnen.com/webseiten/deuwo/German/1900/oeffentliches-uebernahmeangebot-der-deutsche-wohnen-ag-an-die-aktionae-re-der-gsw-immobilien-ag.html>

¹⁶¹ Pressemitteilung der Deutschen Annington v. 01.12.2014: Deutsche Annington und GAGFAH beschließen Zusammenschluss.

- Synergien aus operativem Geschäft und der Finanzierung von insgesamt EUR 84 Mio. pro Jahr angestrebt (beispielsweise in den Bereichen Bewirtschaftung, Einkauf und Bestands-Management sowie bei wohnungsnahen Dienstleistungen)
- Nutzung von Skaleneffekten
- Schaffung einer liquiden und attraktiven Aktie am Kapitalmarkt
- Schaffung des führenden Unternehmen auf dem deutschen Wohnungsmarkt von europäischer Dimension und mit Sitz in Nordrhein-Westfalen
- Verbesserung von Ertragsstärke und Wettbewerbsfähigkeit
- Weitere Verbesserung der Rendite, die auf der zukünftigen Entwicklung einer verbundenen, stärkeren Einheit beruht
- Komplementarität der Portfolios beider Unternehmen
- Schaffung eines gemeinsamen, effizienteren Unternehmens, das Innovationsführer der Deutschen Wohnungswirtschaft ist
- Wertsteigerung durch Mieterorientierung
- Chancen für beschleunigtes Wachstum und weitere Wertsteigerung
- Verbesserung des derzeitigen Kreditprofils der Deutsche Annington auch im Hinblick auf das Unternehmensrating bei Standard & Poor's
- Verbindung der Stärken beider Unternehmen auf der Basis einer gemeinsamen und vollintegrierten IT-Plattform sowie einheitlicher Prozesse, um einen Marktführer von europäischem Gewicht zu schaffen.
- Verbesserung des Vor-Ort-Angebotes von mieterbezogenen Dienstleistungen in Bereichen, in denen keines der Unternehmen vorher selbst eine kritische Größenordnung erreicht hatte

Für die versuchte Übernahme der conwert Immobilien Invest SE durch die Deutsche Wohnen AG angegeben Motive¹⁶²:

- günstigere Refinanzierungsmöglichkeiten der conwert durch den etablierten Zugang der Deutsche Wohnen zu Finanzierungen am Eigen- und Fremdkapitalmarkt mit vorteilhaften Konditionen
- Gute strategische Ergänzung des Deutsche Wohnen-Portfolios in der Ausrichtung auf Metropolregionen: Expansion der Deutsche Wohnen in attraktiven und wachsenden Metropolregionen (15.000 Wohneinheiten der conwert in den Core+- und Core-Regionen in Berlin, Potsdam, Dresden, Wien und Leipzig)
- Underperformance der conwert in den letzten Jahren
- Übernahme der strategischen Führung von conwert
- Optimierung der conwert: Operativ und finanzielle Neuaufstellung
- Integration des Managements der conwert-Objekte in den von der Deutsche Wohnen betreuten Bestand
- Portfoliodiversifizierung
- Verkauf von im conwert-Portfolio enthaltener Non-Core-Bestände

¹⁶² Pressemitteilung und Ad hoc-Mitteilung der Deutsche Wohnen v. 15.02.2015 sowie die Präsentation für die Bilanzpresse- und Analystenkonferenz Jahresergebnisse 2014.

Für die Übernahme der Westgrund AG durch die Adler Real Estate AG angegebene Motive¹⁶³:

- Erwartung erheblicher Synergiepotentiale in Höhe von rund 20 Mio. Euro über die nächsten drei Jahre
- Nahezu deckungsgleiche Geschäftsmodelle und Strategien mit dem Ziel, einen bedeutenden Wohnimmobilienbestand in Deutschland aufzubauen, der sich vornehmlich in B- und Randlagen deutscher Ballungsgebiete befindet.
- Entstehung deutlich größerer Einheiten insbesondere in den Bundesländern Niedersachsen, Nordrhein-Westfalen, Berlin, Brandenburg und Sachsen, die durch das Asset Management effektiver betreut werden können.
- Größenvorteile und Synergien in den Bereichen Finanzierung, Bewirtschaftung, Einkauf und Bestandsmanagement sowie bei wohnungsnahen Dienstleistungen
- Erzielung hoher Erträge aus der Privatisierung von Wohneinheiten der WESTGRUND insbesondere in Berlin-Kreuzberg durch die ADLER-Tochtergesellschaft ACCENTRO Real Estate AG, Berlin (das größte deutsche Unternehmen in der Privatisierung von Wohnimmobilien)
- Verweis auf das erstklassige Westgrund-Portfolio, dessen Wert in der Aktie nicht richtig wiedergespiegelt wurde
- Senkung der Zinsverpflichtungen auf alle Verbindlichkeiten auf im Durchschnitt 3,9 Prozent

¹⁶³ Presseinformation der Adler Real Estate vom 16.02.2015: Adler Real Estate AG hat sich Übernahme der Mehrheit an Westgrund AG gesichert.

Anhang D: Fallstudien: Börsengänge der GSW und der Deutschen Annington

Börsengang der GSW Immobilien AG

Der IPO der Berliner GSW ist ein gutes Beispiel für mit einem Börsengang stets verbundenen Unsicherheiten.¹⁶⁴ Die GSW mit seinerzeit knapp 50.000 Wohnungen in Berlin wollte ursprünglich schon im Frühjahr 2010 an die Börse, sah sich aber wegen der Griechenland-Krise und der ungeklärten Refinanzierung einer Großverbriefung aus der Übernahmefinanzierung (CMBS im Volumen von 890 Millionen Euro) gezwungen, ihre Pläne zu verschieben. Die Aktien waren seinerzeit mit einer Preisspanne zwischen 15 und 18,50 Euro angeboten worden.

Der Börsengang der GSW ist erst ein Jahr später nach Abschluss der Refinanzierung¹⁶⁵ im zweiten Anlauf gelungen. Die GSW-Aktien wurden nur in Deutschland zur öffentlichen Zeichnung aufgelegt. Der Emissionspreis wurde nach dem Bookbuilding-Verfahren bestimmt. Als Konsortialführer und Joint Bookrunners fungierten die Deutsche Bank und Goldman Sachs International.

Die nennwertlosen Inhaber-Stammaktien der GSW konnten mit einem Emissionspreis von 19 Euro je Aktie nur am untersten Ende der von 19 bis 23 Euro reichenden Preisspanne platziert werden. Die Erstnotierung erfolgte am 15.04.2011 im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse mit 19,55 Euro.

Von dem Emissionserlös in Höhe von knapp 468 Millionen Euro flossen der GSW selbst 115 Millionen Euro zu. Die restlichen Erlöse sind an die beiden Alteigentümer Cerberus und Goldman Sachs (Whitehall) gegangen, die nach dem Telexit im Rahmen des Börsengangs zunächst mit jeweils rund 20 Prozent am Unternehmen beteiligt blieben.

Insgesamt wurden im Rahmen des GSW-Börsenganges 24.613.024 Aktien mit einem Platzierungsvolumen 467,65 Millionen Euro platziert, darunter

Tabelle 27: Struktur der GSW-Platzierung

Anzahl Aktien	Herkunft	In Prozent aller platzierten Aktien	Platzierungsvolumen in Mio. Euro
6.052.630	neue Aktien aus einer Kapitalerhöhung	24,6	115,00
15.350.000	aus dem Bestand der abgebenden Aktionäre	62,4	291,65
3.210.394	aus dem Bestand der abgebenden Aktionäre im Rahmen einer Mehrzuteilung	13,0	61,00
24.613.024		100,0	467,65

¹⁶⁴ Siehe dazu den Handelsblatt-Beitrag v. 14.4.2011: „Investoren drücken den Preis: GSW Börsengang startet holprig“, <http://www.handelsblatt.com/finanzen/aktien/neuemissionen/gsw-boersengang-startet-holprig/4059848.html>.

¹⁶⁵ Die beiden Großverbriefungen Fleet Street Finance Three PLC und Windermere IX CMBS (Multifamily) S.A. wurden durch Bankkredite von sechs Großbanken, darunter vier deutsche Hypothekenbanken, im Umfang von 875 Millionen Euro sowie zu geringen Teilen aus Barmitteln der GSW abgelöst.

Zusammengenommen stammten 75,4 Prozent der platzierten Aktien aus den Beständen der Altaktionäre. Die Anzahl der neuen Aktien wurde gegen Ende der Angebotsfrist so festgelegt (gut 6 Millionen Stück), dass dem Unternehmen der angepeilte Bruttoemissionserlös in Höhe von rund EUR 115 Mio. zufluss.

Es war eine Mehrzuteilungsoptionen im Umfang von 15 Prozent der zu platzierenden Aktien vereinbart, die vollständig ausgeübt wurde. Der Lock-up-Zeitraum für die Altaktionäre betrug 6 Monate.

Die GSW hat bei ihrem Börsengang für ihre Mitarbeiter die Anschaffungskosten von Aktien in der Größenordnung von einem Monatsgehalt übernommen. Etwa 99 Prozent der Aktien sind bei institutionellen Investoren platziert worden und nur 1 Prozent bei Privatanlegern in Deutschland und Luxemburg.

Der GSW-Börsengang sticht nicht zuletzt durch sein Volumen gemessen am Free float bei der Erstnotierung heraus. Mit einem Streubesitz von 60 Prozent erfolgte bereits mit dem Börsengang ein verglichen mit anderen Börsengängen sehr weitgehender Verzicht auf Einflussmöglichkeiten durch die Alteigentümer.

Eine weitere Besonderheit ist das Scheitern im ersten Anlauf, welches erstens zum Teil selbstverschuldet war und auf das zweitens anders als bei der Deutschen Annington SE keine rasche Neuauflage folgte. Die Börsenreife der GSW war beim ersten Platzierungsversuch im Jahr 2010 passivseitig aufgrund der bevorstehenden Fälligkeit der beiden Großverbriefungen zweifelhaft. Den Altgesellschaftern ist hier eine schwere Fehleinschätzung der Toleranz der Investoren im Hinblick auf die ungeklärte Refinanzierungsfrage unterlaufen. Die Deutsche Annington SE hat erst ihre Refinanzierung geregelt und ist dann an die Börse gegangen und der Fall der Gagfah S.A. ist nicht vergleichbar, weil der zeitliche Abstand zwischen dem Börsengang und der Fälligkeit der Großverbriefungen viel größer war.

Für die GSW-Aktie war die Frankfurter Börse der mit Abstand wichtigste Handelsplatz, während ansonsten im Wohnungssektor der Handel über Xetra dominiert. Im weiteren Verlauf des Jahres 2011 wurde die GSW-Aktie am 20. Juni in den SDAX aufgenommen und stieg bereits am 19. September 2011 weiter in den MDAX auf (MDAX-Listing bis zum 26.11.2013). Die GSW-Altaktionäre hatten bereits im Januar 2012 ihre Beteiligungsquote auf nur noch 6 Prozent reduziert. 2013 wurde die Gesellschaft von der Deutsche Wohnen AG übernommen. In der Rückschau erscheint diese kurzlebige Aktiengesellschaft wie eine Zwischenstufe auf dem Weg der Konsolidierung des Sektors.

Börsengang der Deutschen Annington Immobilien SE

Bei der Deutschen Annington waren unter der Leitung von Volker Riebel (von 2001 bis 2006 Vorsitzender der Geschäftsführung) sowohl Exit- als auch Expansionsstrategien erwogen worden. Wiederholt hatte Riebel einen Börsengang der Deutschen Annington 2007 oder 2008 als eine mögliche Exit-Option bezeichnet. Der als erfolgreich angesehene Börsengang der Gagfah im Oktober 2006 mit einem Preisaufschlag von 34 Prozent auf den Net Asset Value hat insoweit Modellcharakter gehabt. Nach Informationen aus Finanzmarktkreisen hat Terra Firma unter anderem mit der Deutschen Bank und Morgan

Stanley Gespräche über eine Begleitung des erwogenen Börsengangs geführt.¹⁶⁶ Erwogen wurde offenbar ein Teil-Exit über die Börse.¹⁶⁷

Das sich verschlechternde Kapitalmarktumfeld hat diese ambitionierten Pläne jedoch rasch zunichte gemacht. Wegen der Zurückhaltung der Investoren erschien ab Sommer 2007 ein Börsengang nicht mehr aussichtsreich. Als sich später wieder Gelegenheitsfenster an den Kapitalmärkten auftaten, stand einem Börsengang speziell der Deutschen Annington die Größe des Unternehmens (angesichts der verringerten Aufnahmefähigkeit der primären Emissionsmärkte) ebenso im Wege wie der immer näher rückende Prolongationstermin der Großverbriefung GRAND. Mit dieser Verbriefung hatte die Terra Firma der Deutschen Annington ein existenzgefährdendes Roll over-Risiko aufgebürdet.

Der Börsengang konnte dann auch erst zur Jahresmitte 2013 erfolgen, nachdem die Umschuldung der Großverbriefung GRAND zum Jahresende 2012 erfolgreich abgeschlossen werden konnte. Die Holding Deutsche Annington Immobilien GmbH musste zunächst in eine Aktiengesellschaft umgewandelt werden. Der entsprechende Rechtsformwechsel ist in zwei Schritten lange vor dem Börsengang und der GRAND-Umschuldung erfolgt: Die Umwandlung der Holding (GmbH) in eine Aktiengesellschaft erfolgte Anfang März 2012. Im Juni desselben Jahres wurde die so geschaffene deutsche AG dann in eine Europäische Aktiengesellschaft (SE) umgewandelt. Altgesellschafter (selling shareholder) war in diesem Fall die Monterey Holdings I S.á.r.l., an der der Terra Firma-Fonds „Terra Firma Deutsche Annington Fund“ (TFDA) und CPI Capital Partners Europe GP als Gesellschafter beteiligt waren. In den Terra Firma-Fonds hatten die einzelnen Fondsinvestoren ihr Kapital investiert.

Der Börsengang ist dann allerdings im Juli 2013 im ersten Anlauf gescheitert. Es war nicht gelungen, die vorgesehene Anzahl Aktien (57 Millionen) innerhalb der festgelegten Preisspanne von 18,00 bis 21,00 Euro zu platzieren. Daraufhin hat man sowohl die Preisspanne als auch das Platzierungsvolumen reduziert und es nach einer lediglich zweitägigen Zeichnungsfrist (09.07. bis 10.07.2013) 8 Tage später noch einmal versucht. Die Aktien wurden erneut zur öffentlichen Zeichnung angeboten. Die Emissionspreisfindung erfolgte nach dem beschleunigten Bookbuilding-Verfahren. Als Konsortialführer fungierten die Bankhäuser J.P. Morgan und Morgan Stanley.

Die Platzierung von 34,85 Millionen Aktien zu einem niedrigeren Preis (Bookbuilding-Spanne: 16,50-17,00 €) war dann im zweiten Anlauf erfolgreich. Der reduzierte Ausgabepreis lag schließlich bei 16,50 Euro. Mit dem Verkauf der Aktien wurden Einnahmen in Höhe von 575 Mio. Euro erzielt, davon

- 400 Mio. Euro für Deutsche Annington selbst (Kapitalerhöhung im Umfang von 24.242.425 neuen Aktien) zur Schuldentilgung und
- 175 Mio. Euro für die Altgesellschafter Terra Firma und CPI Capital Partners Europe (Abgabe von 6.060.606 Aktien aus dem Besitz der Altgesellschafter plus weitere 4.545.454 Aktien aus der Greenshoe-Option).

Das gesamte Platzierungsvolumen lag bei 575 Millionen Euro (34.848.485 Aktien * 16,50 Euro). Die vereinbarte Greenshoe-Option im Umfang von 15 Prozent der zu platzierenden Aktien wurde vollständig ausgeübt. Nach der Platzierung hielt die

¹⁶⁶ Haimann 2006.

¹⁶⁷ Beim Gagfah-Börsengang sind für 20 Prozent der Aktien 853 Mio. Euro eingenommen worden.

Monterey Holdings I S.á.r.l. noch 84,5 Prozent der Aktien, während die restlichen 15,5 Prozent in den Free float gewechselt hatten.

Der Handel mit der Aktie setzte am 11.07.2013 am regulierten Markt (Prime Standard) der Frankfurter Börse ein. Die erste Kursnotiz lautete auf € 17,10.

Die Deutsche Annington war im Hinblick auf ihren Börsengang sozusagen „zum Erfolg verdammt“, denn die für den weiteren Verlauf des Jahres 2013 geplanten Schritte zur Rückzahlung der GRAND-Verbriefung (Anleiheemissionen) setzten sowohl die Einnahmen aus der Kapitalerhöhung als auch den Status einer börsennotierten Aktiengesellschaft voraus. Die Kapitalerhöhung war erforderlich, um für die künftigen unbesicherten Anleihen ein BBB-Rating zu erhalten. Es handelte sich um eine Vorgabe der Ratingagentur Standard & Poor's, die ohne die Kapitalerhöhung aufgrund der Bilanzrelationen dieses Rating nicht erteilt hätte.

Der Börsengang war für die Deutsche Annington eine Art unternehmerische Initialzündung. Er hat insbesondere die für die Finanzierung der später erfolgten Akquisitionen (Dewag, Vitus, Gagfah) erforderlichen Kapitalerhöhungen (Bar- und Sachkapital) ermöglicht. Die Kapitalerhöhungen waren ihrerseits die Voraussetzung für die zahlreichen Anleiheemissionen. Man kann am Beispiel der Übernahmefinanzierung der Deutschen Annington SE sehr gut nachvollziehen, dass Anleiheemissionen und Kapitalerhöhungen parallel laufen müssen, um Kennzahlen und Ratings nicht zu beschädigen.

Anhang E: Ausstehende Anleihen der börsennotierten Wohnungsunternehmen

Tabelle 28: Ausstehende Anleihen der Deutsche Annington Finance B.V.

Deutsche Annington: 5.740.000.000 Euro Anleiheschulden

Emittent	Deutsche Annington Finance B.V.	Deutsche Annington Finance B.V.	Deutsche Annington Finance B.V.	Deutsche Annington Finance B.V.	Deutsche Annington Finance B.V.	Deutsche Annington Finance B.V.	Deutsche Annington Finance B.V.	Deutsche Annington Finance B.V.	Deutsche Annington Finance B.V.	Deutsche Annington Finance B.V.
Typ	Festverzinslich	Festverzinslich MTN	Festverzinslich MTN	Variabel Euro-Hybridanleihe	Festverzinslich MTN	Festverzinslich	Festverzinslich MTN	Festverzinslich Euro-Hybridanleihe	Festverzinslich USD-Anleihe	Festverzinslich USD-Anleihe
ISIN	DE000A1HNTJ5	DE000A1ZY989	DE000A1ZY971	XS1028959671	DE000A1ZLUN1	DE000A1HNW52	DE000A1HRVD5	XS1117300837	144A: US25155FAB22	144A: US25155FAA49
Emissionskurs	99,79	98,46	99,26	99,78	99,41	99,94	99,84	100,00	98,993	100,00
Emissionsdatum	25.07.2013	30.03.2015	30.03.2015	08.04.2014	09.07.2014	25.07.2013	08.10.2013	17.12.2014	2013	2013
Emissionsvol. €	700.000.000,00	500.000.000,00	500.000.000,00	700.000.000,00	500.000.000,00	600.000.000,00	500.000.000,00	1.000.000.000,00	185.000.000,00	555.000.000,00
Emissionswährung	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	USD	USD
Fälligkeit	25.07.2016	31.03.2025	30.03.2020	08.04.2074	09.07.2022	25.07.2019	08.10.2021	n.a.	2023	2017
Kupon %	2,125 fest	1,50 fest	0,875 fest	4,625 variabel	2,125 fest	3,125 fest	3,625 fest	4,0 variabel	5,0 fest	3,2 fest
Kuponperiode	jährlich	jährlich	jährlich	jährlich	jährlich	jährlich	jährlich	jährlich	alle 6 Monate	alle 6 Monate
Rückzahlungspreis	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	n.a.		
Rendite (ISMA) %	0,42	2,37	1,33	n.a.	1,85	1,13	1,69	n.a.		
Restlaufzeit, Jahre	1,12	9,8	4,8	58,82	7,07	4,12	6,32	n.a.		

Quelle: www.onvista.de, 14.06.2015

Tabelle 29: Ausstehende Anleihen der Gagfah S.A.

Gagfah: 375.000.000 Euro Anleiheschulden

Emittent	Gagfah S.A.
Typ	Festverzinsliche Wandelanleihe
ISIN	DE000A1ZJD18
Emissionskurs	100,00
Emissionsdatum	20.05.2014
Emissionsvolumen	375.000.000,00
Emissionswährung	EUR
Fälligkeit	20.05.2019
Kupon %	1,5 fest
Kuponperiode	alle 6 Monate
Rückzahlungspreis	100,00
Rendite (ISMA) %	0,51
Restlaufzeit, Jahre	3,93

Quelle: www.onvista.de, 14.06.2015

Anmerkung: Da aufgrund der Übernahme durch die Deutsche Annington Immobilien SE ein Kontrollwechsel eingetreten ist, sind die Gläubiger der Wandelschuldverschreibung berechtigt, entweder die vorzeitige Rückzahlung ihrer Wandelschuldverschreibungen zu verlangen oder ihr Wandlungsrecht auf Grundlage des angepassten Wandlungspreises auszuüben.

Tabelle 30: Ausstehende Anleihen der TAG Immobilien AG

TAG: 520.300.000 Euro Anleiheschulden

Emittent	TAG Immobilien AG	TAG Immobilien AG	TAG Immobilien AG	TAG Immobilien AG
Typ	Festverzinslich	Festverzinslich	Festverzinsliche Wandelanleihe	Festverzinsliche Wandelanleihe
ISIN	XS0954227210	DE000A12T101	DE000A1E89W7	DE000A1PGZM3
Emissionskurs	100,00	100,00	7,40	100,00
Emissionsdatum	07.08.2013	25.06.2014	10.12.2010	28.06.2012
Emissionsvolumen	310.000.000,00	125.000.000,00	9.000.000,00	85.300.000,00
Emissionswährung	EUR	EUR	EUR	EUR
Fälligkeit	07.08.2018	25.06.2020	10.12.2015	28.06.2019
Kupon %	5,125 fest	3,75 fest	6,5 fest	5,5 fest
Kuponperiode	alle 6 Monate	jährlich	jährlich	Alle 6 Monate
Rückzahlungspreis	100,00	100,00	7,40	100,00
Rendite (ISMA) %	2,89	3,55	n.a.	n.a.
Restlaufzeit, Jahre	3,15	5,03	0,49	4,04

Quelle: www.onvista.de, 14.06.2015

Tabelle 31: Ausstehende Anleihen der Adler Real Estate AG

Adler: 493.000.000 Euro Anleiheschulden

Emittent	Adler Real Estate AG	Adler Real Estate AG	Adler Real Estate AG	Adler Real Estate AG	Adler Real Estate AG
Typ	Festverzinslich	Festverzinslich	Festverzinslich	Festverzinsliche Wandelanleihe	Festverzinsliche Wandelanleihe
ISIN	XS1211417362	DE000A1R1A42	DE000A11QF02	DE000A1YCMH2	DE000A1TNEE3
Emissionskurs	98,91	100,00	100,00	3,75	2,00
Emissionsdatum	08.04.2015	03.04.2013	01.14.2014	27.12.2013	01.07.2013
Emissionsvolumen	300.000.000,00	35.000.000,00	150.000.000,00	3.000.000,00	5.000.000,00
Emissionswährung	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
Fälligkeit	08.04.2020	03.04.2018	01.04.2019	27.12.2018	30.06.2017
Kupon %	4,75 fest	8,75 fest	6,0 fest	6,0 fest	6,0 fest
Kuponperiode	alle 6 Monate	jährlich	alle 6 Monate	Alle 3 Monate	Alle 3 Monate
Rückzahlungspreis	100,00	100,00	100,00	3,75	2,00
Rendite (ISMA) %	4,65	4,72	4,69	n.a.	n.a.
Restlaufzeit, Jahre	4,82	2,81	3,8	3,54	2,05

Quelle: www.onvista.de, 14.06.2015

Tabelle 32: Ausstehende Anleihen der Deutsche Wohnen AG

Deutsche Wohnen: 650.000.000 Euro Anleiheschulden

Emittent	Deutsche Wohnen AG	Deutsche Wohnen AG
Typ	Festverzinsliche Wandelanleihe	Festverzinsliche Wandelanleihe
ISIN	DE000A12UDH7	DE000A1YCR02
Emissionskurs	100,00	100,00
Emissionsdatum	08.09.2014	22.11.2013
Emissionsvolumen	400.000.000,00	250.000.000,00
Emissionswährung	EUR	EUR
Fälligkeit	08.09.2021	22.11.2020
Kupon %	0,875 fest	0,50 fest
Kuponperiode	alle 6 Monate	Alle 6 Monate
Rückzahlungspreis	100,00	100,00
Rendite (ISMA) %	n.a.	n.a.
Restlaufzeit, Jahre	6,24	5,44

Quelle: www.onvista.de, 14.06.2015

Tabelle 33: Ausstehende Anleihen der conwert Immobilien Invest SE

conwert: 280.000.000 Euro Anleiheschulden

Emittent	conwert Immobilien In- vest SE	conwert Immobilien In- vest SE	conwert Immobilien In- vest SE
Typ	Festverzinsliche Wandelanleihe	Festverzinsliche Wandelanleihe	Festverzinslich
ISIN	AT0000A0GMD6	AT0000A0WMQ5	AT0000A0VAL3
Emissionskurs	100,00	100,00	99,94
Emissionsdatum	01.02.2010	06.09.2012	19.06.2012
Emissionsvolumen	135.000.000,00	80.000.000,00	65.000.000,00
Emissionswährung	EUR	EUR	EUR
Fälligkeit	01.02.2016	06.09.2018	19.06.2017
Kupon %	5,25 fest	4,5 fest	5,75 fest
Kuponperiode	alle 6 Monate	alle 6 Monate	jährlich
Rückzahlungspreis	100,00	100,00	100,00
Rendite (ISMA) %	n.a.	n.a.	3,36
Restlaufzeit, Jahre	0,64	3,23	2,02

Quelle: www.onvista.de, 14.06.2015

Tabelle 34: Ausstehende Anleihen der Grand City Properties S.A.

Grand City Properties: 1.114.300.000 Euro Anleiheschulden

Emittent	Grand City Properties S.A.	Grand City Properties S.A.	Grand City Properties S.A.
Typ	Festverzinslich	Festverzinsliche Wandelanleihe	Festverzinslich
ISIN	XS1130507053	XS1036325527	AT0000A0VAL3
Emissionskurs	95,96	100,00	96,76
Emissionsdatum	29.10.2014	24.02.2014	17.04.2015
Emissionsvolumen	500.000.000,00	214.300.000,00	400.000.000,00
Emissionswährung	EUR	EUR	EUR
Fälligkeit	29.10.2021	24.02.2019	17.04.2025
Kupon %	2,0 fest	1,5 fest	1,5 fest
Kuponperiode	alle 6 Monate	alle 6 Monate	alle 6 Monate
Rückzahlungspreis	100,00	100,00	100,00
Rendite (ISMA) %	n.a.	n.a.	n.a.
Restlaufzeit, Jahre	6,38	3,7	9,84

Quelle: www.onvista.de, 14.06.2015

Anhang F: Fallstudie: Finanzierungsstrategie der Deutschen Annington / Vonovia

Zur Veranschaulichung des Zusammenspiels der Instrumente und für den Zweck der Ableitung einer beispielhaften langfristigen Finanzierungsstrategie sowie zur besseren Einschätzung der Bedeutung des Börsengangs im Rahmen dieser Strategie sollte der Instrumenteneinsatz eines Unternehmens (Deutsche Annington) vor und nach dem Börsengang im Rahmen einer Fallstudie näher untersucht werden.

Die ersten wesentlichen Weichenstellungen für den zur Jahresmitte 2013 erfolgten Börsengang der Deutschen Annington Immobilien SE wurden bereits im Jahr 2012 vorgenommen. Das Geschäftsjahr 2012 war für die Deutsche Annington geprägt von Verhandlungen über die Umschuldung der Großverbriefung GRAND. Parallel dazu wurden Vorbereitungen für einen Börsengang des Unternehmens getroffen. Am 01.03.2012 wurde die Holding (GmbH) in eine Aktiengesellschaft umgewandelt und diese AG wurde ihrerseits im Juni 2012 in eine Europäische Aktiengesellschaft (SE) umgewandelt. An einen Börsengang war jedoch nicht zu denken so lange noch das Damoklesschwert der ungeklärten Refinanzierung von GRAND über dem Unternehmen schwebte.

Die Gläubiger haben schließlich im Dezember 2012 den Umschuldungsplan für die GRAND-Verbriefung mit der notwendigen Mehrheit des Anleihekaptals akzeptiert. Die an sich zur Jahresmitte 2013 fällige Rückzahlung wurde auf 5 Jahre gestreckt. Das war für das Unternehmen ein strategischer und finanzieller Meilenstein.

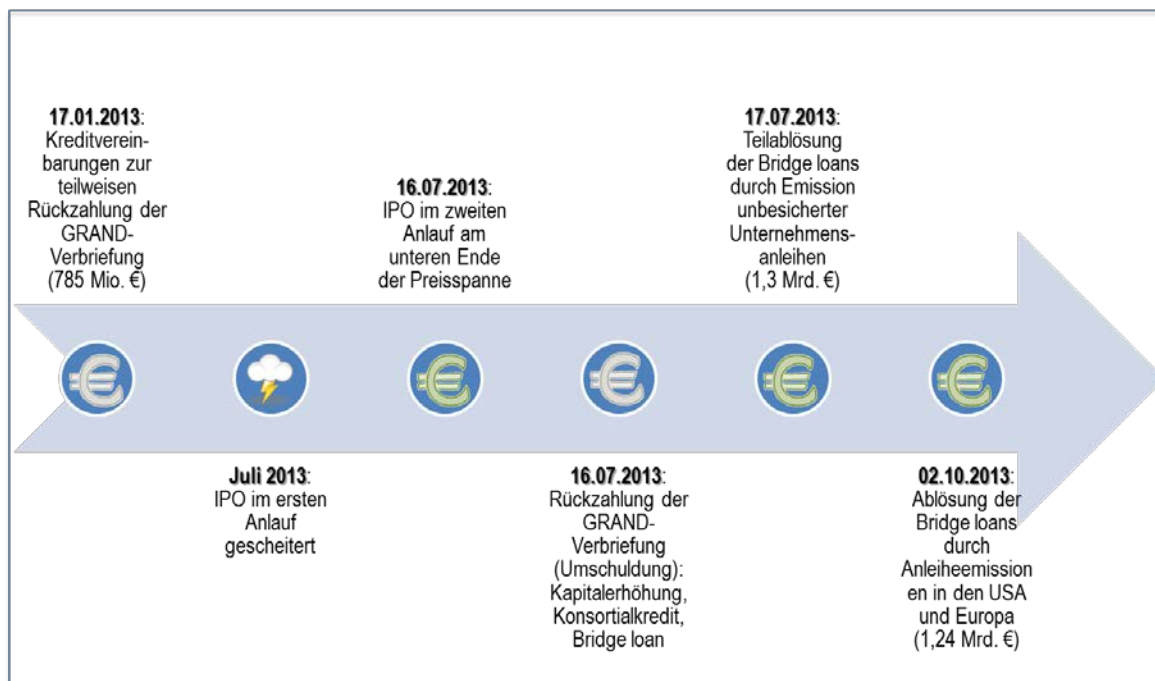
Für das Geschäftsjahr 2013 hatte sich die Deutsche Annington zwei große Ziele gesetzt, den Börsengang und die endgültige Ablösung der Großverbriefung GRAND. Die entscheidenden Schritte dazu wurden nahezu zeitgleich im Juli des Jahres unternommen.

Bereits im Januar 2013 wurden Kreditvereinbarungen zur teilweisen Rückzahlung der GRAND-Verbriefung im Umfang von 785 Mio. Euro geschlossen. Der Börsengang im Juli 2013 scheiterte im ersten Anlauf.

Mit reduzierter Preisspanne und reduziertem Platzierungsvolumen reduziert hat man es nur 8 Tage später noch einmal – und diesmal erfolgreich – versucht (Anhang D). Die Deutsche Annington war in dieser Situation unter Zugzwang, weil mit dem Börsengang eine Kapitalerhöhung verbunden war, die einen unverzichtbaren Baustein für die Rückzahlung der Großverbriefung GRAND darstellte. Mit dem gelungenen Börsengang war es wie vorgesehen möglich, die Verbriefung GRAND in einer Summe zurückzubezahlen. Zur Finanzierung der Rückzahlung dienten neben der Kapitalerhöhung (400 Mio. Euro) ein Konsortialkredit (940 Mio. Euro) und eine Bridge loan (2,3 Mrd. Euro). Ein großer Teil der Bridge loan (1,3 Mrd. Euro) wurde bereits Mitte Juli durch die Emission unbesicherter Unternehmensanleihen ersetzt. Die vollständige Ablösung der Bridge loan erfolgte im Oktober 2013 durch weitere Anleiheemissionen in den USA und Europa im Umfang von 1,24 Mrd. Euro.

Es erscheint auf den ersten Blick etwas widersinnig, dass die Deutsche Annington so viel Energie für den Abschluss einer Umschuldungsvereinbarung mit den GRAND-Gläubigern eingesetzt hat, denn letzten Endes ist die Verbriefung nach erfolgter Umschuldung zum ursprünglichen Fälligkeitstermin im Juli 2013 in einer Summe zurückgezahlt worden. Das heißt aber eben nicht, dass die Rückzahlung ohne die vorherige Umschuldung möglich gewesen wäre. Die Voraussetzungen für die Rückzahlung wurden erst durch den Börsengang geschaffen (Kapitalerhöhung, nachfolgende Anleiheemissionen) und der Börsengang wäre ohne die Umschuldungsvereinbarung nicht möglich gewesen. Für die börsennotierte Deutsche Annington war die Rückzahlung kein Problem.

Abbildung 21: Finanzielle Meilensteine der Deutschen Annington im Jahr 2013



Quelle: eigene Darstellung

Das Geschäftsjahr 2014 war bei der Deutschen Annington geprägt vom Exit der Terra Firma, Zukäufen und Kapitalbeschaffungsbeschaffungsmaßnahmen. Am Ende des Jahres wurde dann das öffentliche Übernahmeangebot für die Gagfah S.A. verkündet.

Bereits im Februar 2014 wurde Zukäufe von Portfolion im Umfang von 32.000 Wohneinheiten realisiert (Dewag- und Vitus-Portfolio). Die Finanzierung der 2,5 Milliarden-Transaktion erfolgte sukzessive im weiteren Verlauf des Geschäftsjahres 2014 durch eine Kapitalerhöhung im März (300 Mio. Euro), die Emission einer Hybridanleihe im April (700 Mio. Euro) sowie eine EMTN-Anleiheplatzierung im Juli (500 Mio. Euro, Laufzeit 8 Jahre). Die verbleibende Finanzierungslücke wurde durch Verkaufserlöse und bestehenbleibende Schulden geschlossen.

Im Mai 2014 wurden mit der Übertragung der Terra-Fondsanteile auf die bisherigen Fondsinvestoren die Voraussetzungen für den Ausstieg der Fondsinvestoren nach Ablauf der Haltefrist von 90 Tagen geschaffen. Die Deutsche Annington wurde damit aus der Kontrolle der Private Equity-Fonds entlassen. Der Austausch der Terra Firma-Vertreter im Aufsichtsrat wurde im August vorgenommen.

Ebenfalls im Mai 2014 wurde ein Dividendenbeschluss für 2013 gefasst (70 Cent / Aktie, entspricht 190 Mio. Euro). Regelmäßige Dividendenzahlungen sind für eine Wohnimmobilien-Publikums-AG zur Stützung des Aktienkurses kaum verzichtbar.

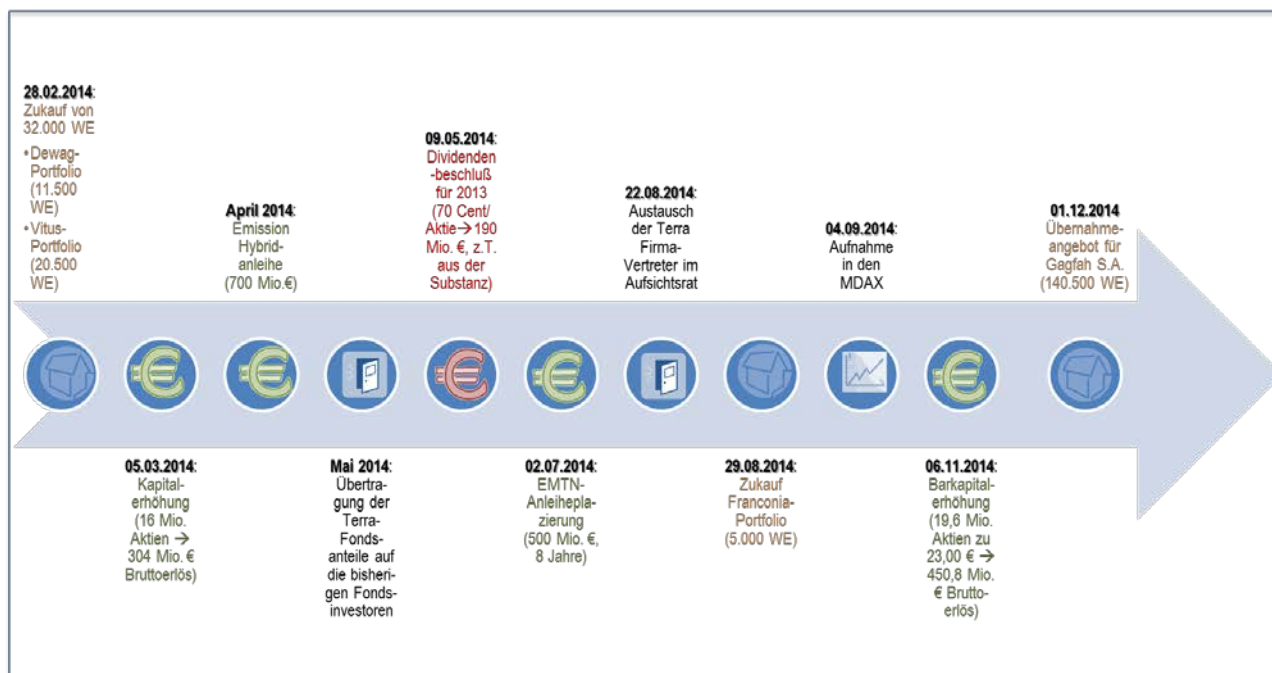
Ein wesentlicher finanzieller Meilenstein war die Aufnahme in den MDAX im September 2014. Dieses Finanzereignis ist in seiner Bedeutung insbesondere für zukünftige Finanzierungsmaßnahmen kaum zu überschätzen (Abschnitt 3.3.1).

Nach einer weiteren Barkapitalerhöhung im November (451 Mio. Euro Bruttoerlös) wurde dann am 1. Dezember das Übernahmeangebot für die Gagfah S.A. (140.500 WE) verkündet. Die Finanzierung des Übernahmeangebotes erfolgte zu 51 Prozent aus neuen Deutsche Annington-Aktien, die im Zuge einer weiteren Kapitalerhöhung aus dem genehmigten Kapital geschaffen wurden und zu 49 Prozent durch eine von JP Morgan bereitgestellte Brückenfinanzierung. Der Deutschen Annington wurden fast 94 Prozent der Gagfah-Aktien angedient.

Der Dreh- und Angelpunkt für die Entwicklung des Unternehmens war die Lösung des Refinanzierungsproblems (Großverbriefung GRAND). Insoweit ist der Deutschen Annington der finanzielle Befreiungsschlag gelungen. Nach der Umschuldung von GRAND konnte das Unternehmen an die Börse gehen und die Verbriefung endgültig ablösen, wenn auch überwiegend durch neue Schulden in Form unbesicherter Unternehmensanleihen. Als börsennotierte Aktiengesellschaft hat die Deutsche Annington gezielt die ihre nunmehr zugänglichen Finanzierungsmöglichkeiten zur Laufzeitoptimierung, Zinssenkung und Expansionsfinanzierung ausgenutzt.

Die einzelnen Finanzierungsmaßnahmen dürften im Rahmen einer langfristigen Strategie aufeinander abgestimmt gewesen sein. Das gilt ohne Zweifel für die Umschuldung und Ablösung von GRAND und den Börsengang, der eben auch die Funktion hatte, die Rückzahlung der Großverbriefung einzuleiten und zu ermöglichen. Dieses Kapital war Anfang Oktober 2013 abgeschlossen.

Abbildung 22: Finanzielle Meilensteine der Deutschen Annington im Jahr 2014



Quelle: eigene Darstellung

Im Jahr 2014 hat die Deutsche Annington Immobilien SE dann ein regelrechtes Feuerwerk an Kapitalbeschaffungsmaßnahmen und Übernahmetransaktionen entzündet. Alle Kapitalmaßnahmen dieses Jahres (Kapitalerhöhungen und Anlei-

heemissionen) dienten der Übernahmefinanzierung. Das Unternehmen hat dabei das Gelegenheitsfenster an den Kapitalmärkten sehr weitgehend ausgenutzt. Es ist ja nicht selbstverständlich, dass eine 700 Millionen Euro schwere Hybridanleihe ohne weiteres platziert werden kann oder dass die Syndizierung einer mehr als 6 Milliarden Euro schweren Bridge loan für eine risikoreiche Übernahmetransaktion ohne Probleme gelingt. Das Erkennen und entschlossene Ausnutzen von Finanzierungsgelegenheiten für Unternehmensübernahmen ist eine besondere Stärke des Annington-Managements.

Das Zinsänderungsrisiko wird nun durch eine wesentlich gleichmäßigere Verteilung der Fälligkeiten in der Zeit begrenzt. Die Vonovia will sich im Niedrigzinsumfeld weiter entschulden und ihre Eigenkapitalquote durch Beteiligungsfinanzierungsmaßnahmen weiter steigern. Für die bilanzielle Leverage Ratio wird eine Größenordnung knapp oberhalb von 40 Prozent angepeilt. Mit dieser niedrigen Fremdkapitalquote werden folgende Ziele verfolgt:

- Minimierung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten,
- Ausweitung der Sicherheitsmarge im Falle zyklischer Abwärtsbewegungen der Immobilienmärkte,
- Erhaltung der Fähigkeit zu größeren Akquisitionen auch in schwächeren Marktphasen.