

Private Equity

Zusammenfassung des Beitrags von Prof. Dr. Stefan Kofner, MCIH in Wohnungswirtschaft und Mietrecht, 59. Jg. (2006), Heft 3, S. 133-137

„Housing is an arena.“

Peter Malpass, University of the West of England, Bristol

Was ist „Private Equity“?.....	2
Strategien der Investoren.....	2
Unternehmerische Risiken	3
Mittelfristige Folgen der Privatisierung	3
Der Nutzen der kommunalen Wohnungsunternehmen	4
Die Zukunft der kommunalen Wohnungswirtschaft	4
Die Rolle berufsständischer Organisationen	5
Quintessenz	5
Literatur.....	6

Obwohl der deutsche Markt für Wohnimmobilienpakete noch sehr jung ist, hat er bereits eine stürmische Entwicklung hinter sich (siehe dazu die Übersicht bei Rips 2005, S. 431 f.). Auf der Anbieterseite steht hier neben Industriekonzernen, vor allem die öffentliche Hand. Die chronischen Haushaltsnöte der Gebietskörperschaften haben seit 1997 zu einer ansteigenden Verkaufswelle öffentlicher Wohnungsgesellschaften bzw. öffentlicher Wohnungsbestände geführt. Die Industrie ist bei entspannten Wohnungsmarktverhältnissen und einem Überangebot an Arbeitskräften weniger denn je auf das Vorhalten von Werkwohnungen zur Steigerung ihrer Attraktivität als Arbeitgeber angewiesen. Während anfangs heimische Adressen wie Bankentöchter und Immobilienaktiengesellschaften auf der Käuferseite standen, dominieren seit 2004 ausländische Private Equity-Gesellschaften auf der Investorenseite.

Es ist unverkennbar, daß damit ein fundamentaler Wandel auf der Anbieterseite des Wohnungsmarktes eingeleitet worden ist. Es handelt sich um einen unwiderruflichen Austausch von öffentlichem gegen privates Kapital. Ein großer Teil der öffentlichen Wohnungsbestände wird im Zuge dieses Privatisierungsprozesses neu zugeordnet werden. Nicht wenige kommunale Wohnungsgesellschaften werden durch kapitalmarktorientierte Anbieter übernommen oder ersetzt werden, die ein deutlich anderes Anbieterverhalten an den Tag legen werden.

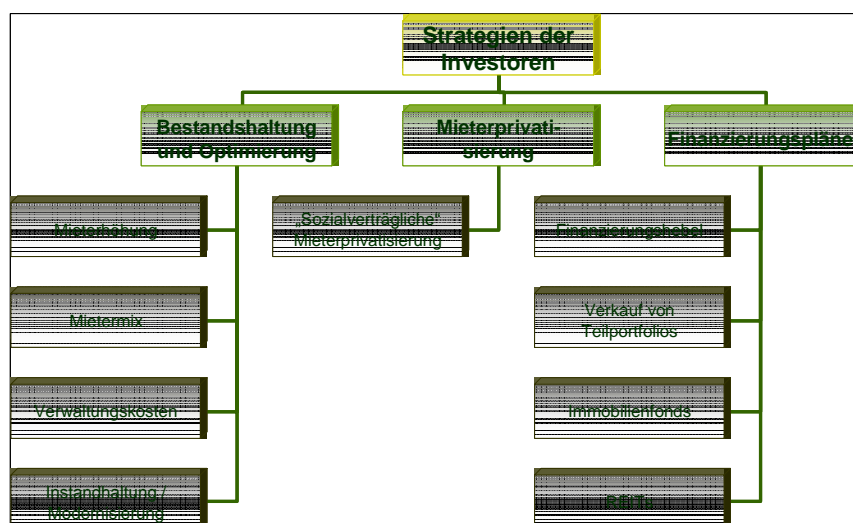
Was ist „Private Equity“?

Unter einer Private Equity-Finanzierung versteht man die Bereitstellung von außerbörslichem Eigenkapital durch Finanzinvestoren. Als Kapitalgeber treten hier sowohl vermögende Privatanleger als auch institutionelle Investoren wie Versicherungen und Pensionskassen auf. Private Equity-Gesellschaften verhalten sich ganz anders als börsennotierte Investmentfonds. Sie legen in der Regel bereits unmittelbar nach einer Übernahme ein hohes Maß an unternehmerischem Engagement an den Tag, das sich in Organisationsreformen und in den meisten Fällen auch in einer Neuausrichtung des Geschäftsfeldportfolios äußert. Den Investmentansatz der Private Equity-Gesellschaften kann man als wertorientiert bezeichnen. Sie wollen auf mittlere Sicht den Wert des übernommenen Unternehmens bzw. Immobilienportfolios deutlich steigern, um dann später die erzielten Wertsteigerungen durch die – gegebenenfalls auch schrittweise – Liquidation ihres Investments zu realisieren. Als Objekte für diesen Investmentansatz sind besonders Unternehmen mit einer Kombination aus wertvollen Ressourcen und Managementdefiziten geeignet.

Den Kapitalgebern wird dabei ein deutliches Renditeplus gegenüber einem Aktieninvestment in Aussicht gestellt. Die Renditeerwartungen bewegen sich durchweg im zweistelligen Bereich. Gerade auf dem Wohnungsmarkt kann man Renditen zwischen 10 und 15 Prozent nach Steuern und Geldentwertung nur durch eine aktive Transaktionsorientierung erzielen.

Strategien der Investoren

Angesichts der bescheidenen Eigenkapitalrenditen der kommunalen Wohnungswirtschaft¹ klingen die Renditeziele der neuen Investoren nach Scharlatanerie. Und doch sind sie nicht unerreichbar, wenn man alle verfügbaren Werthebel gleichzeitig wirken läßt. Neben den klassischen Maßnahmen zur Steigerung der Rendite aus der laufenden Vermietung sind hier vor allem die verschiedenen Instrumente zur erlösmaximierenden Plazierung der übernommenen Bestände zu nennen (z.B. Mieterprivatisierung, Plazierung am Kapitalmarkt). Weiter heraufgehoben wird die Eigenkapitalrendite durch eine risikofreudige Finanzierungsstrategie mit einem hohen Anteil an Fremdmitteln.



¹ Die niedrigen Renditen in der ehemals gemeinnützigen Wohnungswirtschaft sind zum Teil auch Ausfluß satzungsmäßiger Pflichten und des gesellschaftlich verantwortlichen Verhaltens der kommunalen Gesellschaften als Vermieter.

Unternehmerische Risiken

Die Beobachter der tektonischen Verschiebungen auf der Angebotsseite des deutschen Wohnungsmarktes fragen sich, ob die Rechnungen der neuen Investorengruppen aufgehen werden. Deren Investments in deutsche Wohnimmobilien sind offensichtlich nicht frei von Risiken. Das unternehmerische Risiko in der Wohnungswirtschaft setzt sich aus dem Markt-, dem Leistungs-, dem Kostenstruktur- und dem Finanzierungsstrukturrisiko zusammen.

Unabhängig davon, ob die These zutrifft, nach der deutsche Wohnimmobilien im Durchschnitt unterbewertet seien, hängt das Marktrisiko der Investoren (Leerstände, Mietausfälle) in erster Linie vom Standortmix der übernommenen Bestände ab. Die einzelnen regionalen Teilmärkte werden sich in Zukunft sicher nicht weniger differenziert ermitteln als sie das heute schon tun. Es scheint sich anzudeuten, daß gerade die attraktivsten Bestände in den Metropolregionen von den Kommunen nicht zum Verkauf angeboten werden (z.B. Köln, München), weil dort auch die Versorgungsprobleme von den Stadtverwaltungen als besonders drängend empfunden werden. Die übernommenen Bestände weisen dagegen zum Teil erhebliche Kumulrisiken auf.

Das Kostenstrukturrisiko wirkt als „Operating leverage“ (Verstärker) für das Markt- und das Leistungsrisiko (mit der Leistungserstellung verbundene Risiken). Der hohe Fixkostenanteil wohnungswirtschaftlicher Investitionen macht Kapazitätsanpassungen wie in der Industrie unmöglich. Ein großer Teil der Gesamtkosten eines Wohnungsunternehmens ist fix und kann bei sinkender Nachfrage kurz- und mittelfristig nicht abgebaut werden.

Das ausgeprägte Kostenstrukturrisiko in der Wohnungswirtschaft spricht an sich nicht dafür, sich auch noch beim Finanzstrukturrisiko zu exponieren, also zusätzlich einen hohen Verschuldungsgrad als „Financial leverage“ auf das Markt- und das Leistungsrisiko wirken zu lassen. Genau dies tun aber die Private Equity-Gesellschaften. Nach unserem Verständnis sind Fremdfinanzierungsquoten oberhalb von 80 Prozent allerdings „unseriös“.

Alles in allem sind die Risiken bei den Übernahmen von öffentlichen Wohnungsunternehmen nicht zu übersehen. Einige Transaktionen werden vermutlich keinen unternehmerischen Erfolg haben. In diesen Fällen ist damit zu rechnen, daß die übernommenen Bestände kurzfristig paketweise an den Markt gebracht werden.

Mittelfristige Folgen der Privatisierung

Die wohnungspolitische Einordnung der Übernahme öffentlicher Wohnungsbestände durch Private Equity-Gesellschaften muß auf den Vergleich des Anbieterverhaltens vor und nach einer solchen Übernahme abstellen. Außerdem sind die langfristigen Folgen nach dem Ausstieg der Zwischeninvestoren ins Bild zu nehmen.

Die neuen Marktteilnehmer werden eine aktive Transaktionsorientierung an den Tag legen (kein „buy and hold“). Sie werden nicht nur jeden sich bietenden Mieterhöhungsspielraum, sondern auch jede günstige Verkaufsgelegenheit auszunutzen bemüht sein. Nach ihrem Selbstverständnis als Wohnimmobilien-Zwischenhändler mit entsprechend begrenztem Anlagehorizont kommen sie als Partner für die kommunale Wohnungspolitik kaum in Frage. Versuche, den neuen Investoren durch „Chartas“ die Werthebel wegzunehmen (z.B. Mieterhöhung, Privatisierung², Entlassungen von Mitarbeitern) haben ihren Preis.

² Die GAGFAH-Sozialcharta sieht hier ein Vorkaufsrecht der Mieter an ihrer eigenen Wohnung vor. Außerdem wird den Mietern ein Rabatt von 15 Prozent auf den „Leerverkaufspreis“ eingeräumt. Dieser liegt aber bekanntlich nicht selten erheblich über dem Einzelverkaufspreis einer vermieteten Wohnung. Die in der GAGFAH-Charta enthaltenen Schutzrechte sind zum Teil nicht effektiv (Privatisierung, Mieterhöhungen). Außer-

Wenn die Neuordnung der Bestände abgeschlossen ist, werden es die Gemeinden allerdings nicht mehr mit Private Equity- Gesellschaften zu tun haben, sondern mit der von ihnen hinterlassenen Flickenteppich-Eigentümerstruktur.

Der Nutzen der kommunalen Wohnungsunternehmen

Damit stellt sich die Frage nach dem Zusatznutzen der kommunalen Wohnungsgesellschaften in ihrer heutigen Form. Die Identität, die „Corporate Identity“ dieser Unternehmen ist seit der Aufhebung der Wohnungsgemeinnützigkeit unscharf geworden. Öffentlicher Auftrag und Gewinnorientierung werden von den einzelnen Unternehmen in unterschiedlicher Weise zum Ausgleich gebracht. Von Seiten der kommunalen Wohnungswirtschaft werden unter anderem folgende Vorteile der Existenz kommunaler Wohnungsunternehmen angeführt (Kraemer 2005):

- Übernahme von Mitverantwortung für den sozialen Frieden und die soziale Integration (Umgang mit schwierigen Mietern, mit sich auflösenden Nachbarschaften, mit Mietschulden).
- Beitrag zum Quartiersmanagement.
- Beitrag zur nachhaltigen Entwicklung von Wohnquartieren durch Investitionen.
- Beitrag zur Stadtentwicklung und zum Stadtumbau / Stadtrückbau: Koordinierungs- und Kooperationsfähigkeit bei der Steuerung von Schrumpfungprozessen (Rückbau von Wohnungsbeständen).
- Nicht-Ausschöpfung von Mieterhöhungsspielräumen.
- Beitrag zum Versorgungsauftrag der Gemeinde durch Belegungsrechte.
- Erhaltung bzw. Schaffung von stabilen Bewohnerstrukturen.

Daneben wird auf die Innovationskraft und die Sicherung der lokalen Beschäftigung verwiesen. Angesichts der Entwicklungen auf der Angebotsseite des Wohnungsmarktes sind Risiken für die Erfüllung des Versorgungsauftrages der Gemeinden absehbar. Die Aufhebung der Wohnungsgemeinnützigkeit, der ständige Rückgang des Bestandes an Sozialwohnungen und der Rückgang der kommunalen / belegungsgebundenen Wohnungsbestände haben eine ständige Schrumpfung der „Dispositionsreserve“ der Kommunen bewirkt.

Die kommunale Wohnungswirtschaft erbringt eine neben der Bilanzrendite zusätzlich eine freilich schwer zu messende „Stadtrendite“. Hier sind in der Tat Zweifel angebracht, ob die neuen Eigentümer solche Zusatzleistungen zu erbringen bereit sind.

Die Zukunft der kommunalen Wohnungswirtschaft

Damit ein Wohnungs-„Unternehmen“ so etwas wie einen gesellschaftlich verantwortlichen „Beitrag zum Quartiersmanagement“ leistet, bedarf es einer spezifischen gemeinnützigen Unternehmenskultur. Diese Unternehmenskultur muß institutionell durch eine eigene Rechtsform und durch ein eigenständiges System der beruflichen Qualifizierung abgesichert werden.

Es geht darum, für die kommunalen Wohnungsunternehmen einen besonderen rechtlichen Rahmen in Anlehnung an das Modell der britischen Housing Associations zu schaffen. Auf

dem kommen nur die Bestandsmieter (Stichtag 30.9.2004) in den Genuß des auf zehn Jahre befristeten zusätzlichen Mieterschutzes.

diese Weise können sie zu ihre Identität bewahren und ihren öffentlichen Auftrag nachhaltig erfüllen. Im Gegenzug können diesen Unternehmen bestimmte Steuervorteile gewährt werden.

Die Rolle berufsständischer Organisationen

Eine ganz wesentliche Rolle für die britische sozial gebundene Wohnungswirtschaft spielt das berufliche Qualifizierungssystem des Chartered Institute of Housing (Kofner 2006), das den Ausbildungsbelangen der Housing associations und der Local authorities in besonderer Weise Rechnung trägt. Dieses auf persönlicher Mitgliedschaft basierende Qualifizierungssystem dient nicht nur der Durchsetzung höchster professioneller Standards in der Wohnungsverwaltung, sondern auch der ethischen und moralischen Orientierung und Verwurzelung der Mitglieder. So verstößt die Diskriminierung von Minderheiten – in welcher Form auch immer – gegen den Ehrenkodex der Mitglieder des Chartered Institute of Housing.

Der Ansatz, das Anbieterverhalten von Wohnungsunternehmen über die Qualifizierung und „Indoktrinierung“ seiner Mitarbeiter und speziell seiner Führungskräfte zu steuern, ist letzten Endes wesentlich effektiver als alle Formen der Subventionierung und Regulierung. Die Mitglieder des Chartered Institute of Housing haben die soziale Verantwortung ihres Berufsstandes verinnerlicht. Sie sind eine große Werte-Gemeinschaft mit einem gemeinsamen Programm: „To maximise the contribution that housing professionals make to the well being of communities“ („den Beitrag zu maximieren, den Wohnungswirte zum Wohlergehen von Gemeinden leisten“).

Quintessenz

Angesichts der sich abzeichnenden Herausforderungen für die Wohnungswirtschaft ist die partnerschaftliche Einbettung von Wohnungsunternehmen in das Netzwerk der Gemeinde heute von größerer Bedeutung denn je. Die sozialen Zusatzleistungen der kommunalen Wohnungswirtschaft können nicht auf andere Weise erbracht werden als eben durch kommunale Wohnungsunternehmen, weil ein großer Teil dieser Leistungen nicht handelbar, sondern in der gemeinnützigen Unternehmenskultur verwurzelt ist. Die Vorstellung, daß Immobilienfonds, REITs oder „freie“ Wohnungsunternehmen durch Appelle, Sozialchartas, Subventionen und Regulierungen dazu gebracht werden könnten, ersatzweise diese Leistungen zu erbringen, ist unrealistisch.

Die kommunalen Wohnungsunternehmen müssen sich aber eindeutig und unmißverständlich zu ihrem besonderen Auftrag bekennen. In letzter Konsequenz bedeutet das für sie: eine erhöhte Regulierungsintensität und ein eindeutiges Bekenntnis zu einer gemeinnützigen Unternehmensidentität.

„Housing is an arena“ – die deutsche Wohnungswirtschaft ist zur Zeit die Arena des gesellschaftlichen Konfliktes darüber, ob wir eine sozial gebundene oder eine entfesselte Marktwirtschaft haben wollen. Der Wohnungsmarkt in der entfesselten Marktwirtschaft ist geprägt von sozialer Segregation bis hin zu Gated communities, dem Nebeneinander von Aufwertungsdruck und verfallenden Quartieren, Diskriminierung und erschwertem Marktzugang benachteiligter Gruppen, prekären Wohnverhältnissen bis hin zur Obdachlosigkeit, Angst und Unsicherheit unter den Mietern, sprunghaften Ausschlägen bei Mieten, Preisen und Leerstandsquoten, um nur einige Erscheinungsformen zu nennen. Der Kampf für den Erhalt der sozialen Marktwirtschaft muß hier und jetzt geführt werden.

Literatur

- Cerberus trennt sich von Wohnungen: Ein geschlossener Fonds für Berliner GSW-Bestände, in: F.A.Z., 03.02.2006, Nr. 29 / Seite 43.
- Crook, A. / Hughes, J. / Kemp, P.: Housing Investment Trusts and the Returns from Residential Lettings, in: Journal of Property Research, Vol. 15 (1998), Nr. 3, S. 229-248.
- Crook, A. / Kemp, P.: Housing Investment Trusts: A New Structure of Rental Housing Provision?, in: Housing Studies, Vol. 17 (2002), Nr. 5, S. 741-753.
- Finanzinvestoren drängen nach Deutschland, in: F.A.Z., 14.10.2005, Nr. 239 / Seite 49.
- Haacke, B.: Hohe Renditen mit Wohnblöcken, in: HANDELSBLATT, Donnerstag, 24. November 2005.
- Haacke, B.: Fast wie Geld drucken – Modellrechnung: Kapitaleinsatz mit Wohnimmobilien zweistellig verzinsen, in: HANDELSBLATT, Donnerstag, 24. November 2005.
- Internationales Kapital sucht Anlage, in: F.A.Z., 11.11.2005, Nr. 263 / Seite 45.
- Just, T. / Reuther, S., Deutsche Bank Research: Wohnungsportfolios in Deutschland: Weitere Verkäufe programmiert, Aktuelle Themen Nr. 321 vom 3. Mai 2005.
- Kelber, J.: Mietwohnungen für Kapitalanleger, in: F.A.Z., 28.10.2005, Nr. 251 / Seite 49.
- Kirbach, R.: Wenn der Investor klingelt, in: DIE ZEIT vom 5.1.2006.
- Kofner, S.: Real Estate Investment Trusts (REITs), in: Wohnungswirtschaft und Mietrecht, 58. Jg. (2005), Heft 11, S. 697-699.
- Kofner, S.: Das Studium der Wohnungswirtschaft in Großbritannien, in: Taschenbuch für den Wohnungswirt 2006, S. 376-387.
- Kraemer, D.: Was ist noch zu leisten? Stadtumbau zwischen Markt und Staat, Vortrag auf der Sitzung der Arbeitsgruppen „Wohnungswesen“ und „Städtebau / Raumordnung“ des Deutschen Verbandes für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V. in Berlin am 30.11.2005.
- Malpass, P. / Mullins, D.: Local Authority Housing Stock Transfer in the UK: From Local Initiative to National Policy, in: Housing Studies, Vol. 17 (2002), Nr. 4, S. 673-686.
- Pawson, H.: Future Directions in Community Housing: Lessons from the UK? Presentation to NSW Federation of Housing Associations seminar 7 December 2005.
- Pfeiff, C., Schader-Stiftung: Diskussionsbericht der Expertenrunde „Die Versorgung mit Wohnraum als Aufgabe der Daseinsvorsorge – über die Existenzberechtigung von Wohnungsunternehmen in öffentlicher Hand“ im Januar 2002.
- Die Private-Equity-Gesellschaft Carlyle blickt auf deutsche Immobilien, in: F.A.Z., 11.11.2005, Nr. 263 / Seite 45.
- Rips, F.: Das Monopoly auf den deutschen Wohnungsmärkten, in: Wohnungswirtschaft & Mietrecht, 58. Jg. (2005), S. 430-436.
- Schäfer, J.: Anforderungen vermögender Privatanleger an den G-REIT, Vortrag auf dem Sechsten Immobilienkongreß REALEstate am 1.10.2005.
- Ude, C.: Städte und Kommunale Wohnungsunternehmen – eine Win-Win-Situation, Vortrag von Oberbürgermeister Christian Ude, Präsident des Deutschen Städtetages auf dem GdW-Kongreß der kommunalen und öffentlichen Wohnungsunternehmen am 22. November 2005 in Hannover.
- Umstrittene Wohnungsprivatisierung, in: F.A.Z., 24.06.2005, Nr. 144 / Seite 49.