

Zusammenfassung der Studie / Summary

Marktverhalten und Performance von Wohnungsunternehmen. Gemein- und privatwirtschaftliche Unternehmen im empirischen Vergleich

von Prof. Dr. Heinz Rehkugler und Dr. Andreas Filser

Die anhaltende Wohnungsknappheit und massiv steigende Mietpreise sind in vielen Städten eines der meistdiskutierten Themen. Immer wieder werden Stimmen laut, die eine Begrenzung des Markteinflusses von privatwirtschaftlich agierenden Wohnungsunternehmen fordern. Begründet wird dies vor allem auch mit den enormen Renditen der Investoren börsennotierter Gesellschaften.

Mit ihren Untersuchungen liefern die beiden Wirtschaftswissenschaftler Rehkugler und Filser einen wichtigen Beitrag zur ökonomischen Fundierung dieser Debatte. Die groß angelegte Studie des Center for Real Estate Studies (CRES) der Steinbeis Hochschule Berlin basiert auf der Auswertung der Jahresabschlüsse von 130 teils gemeinwirtschaftlich, teils gewinn-orientiert agierenden Wohnungsunternehmen für den Zeitraum von 2008 bis 2019. Anhand der so erhobenen empirischen Daten prüfen sie, ob und gegebenenfalls in welcher Art und in welchem Umfang sich verschiedene Typen von Wohnungsunternehmen mit privater, kommunaler, genossenschaftlicher oder kirchlicher Trägerschaft in ihrem Marktverhalten und ihrer ökonomischen Performance im vergangenen Jahrzehnt tatsächlich unterschieden haben. Als eine besondere Gruppe privatwirtschaftlicher und gewinnorientierter Unternehmen werden börsennotierte Wohnungsgesellschaften analysiert.

Wesentliche Ergebnisse sind:

1. Kein systematischer Unterschied der Kapitalrenditen feststellbar

Die bei den gewinnorientierten Unternehmen ermittelten hohen Kapitalrenditen suggerieren einen deutlichen Vorsprung in der Performance. Sie resultieren jedoch überwiegend aus der unterschiedlichen Rechnungslegung. Die meisten gewinnorientierten Wohnungsunternehmen stellen ihren Konzernabschluss nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) auf. Sie wählen dabei fast durchgängig die Fair Value-Option, also die Bewertung der vermietbaren Immobilien zum Marktwert. Werterhöhungen im Bestand

schlagen sich dann unmittelbar im Jahresergebnis nieder. Demgegenüber bildet für fast alle gemeinnützigen Unternehmen das HGB die Grundlage der Rechnungslegung. Dort vermindert sich das Jahresergebnis um die Abschreibungen auf die Immobilien. Auf dieser unterschiedlichen Basis berechnete Kapitalrenditen lassen sich nicht sinnvoll vergleichen und interpretieren. Nach einer Bereinigung der Erfolgs- und Kapitalgrößen um so entstandene Wertveränderungen verschwindet der Renditevorsprung der Gruppe der gewinnorientierten Unternehmen völlig. Ein systematischer Unterschied der operativen Renditen der unterschiedenen Eigentümergruppen lässt sich nicht erkennen (s. Abbildung 1).

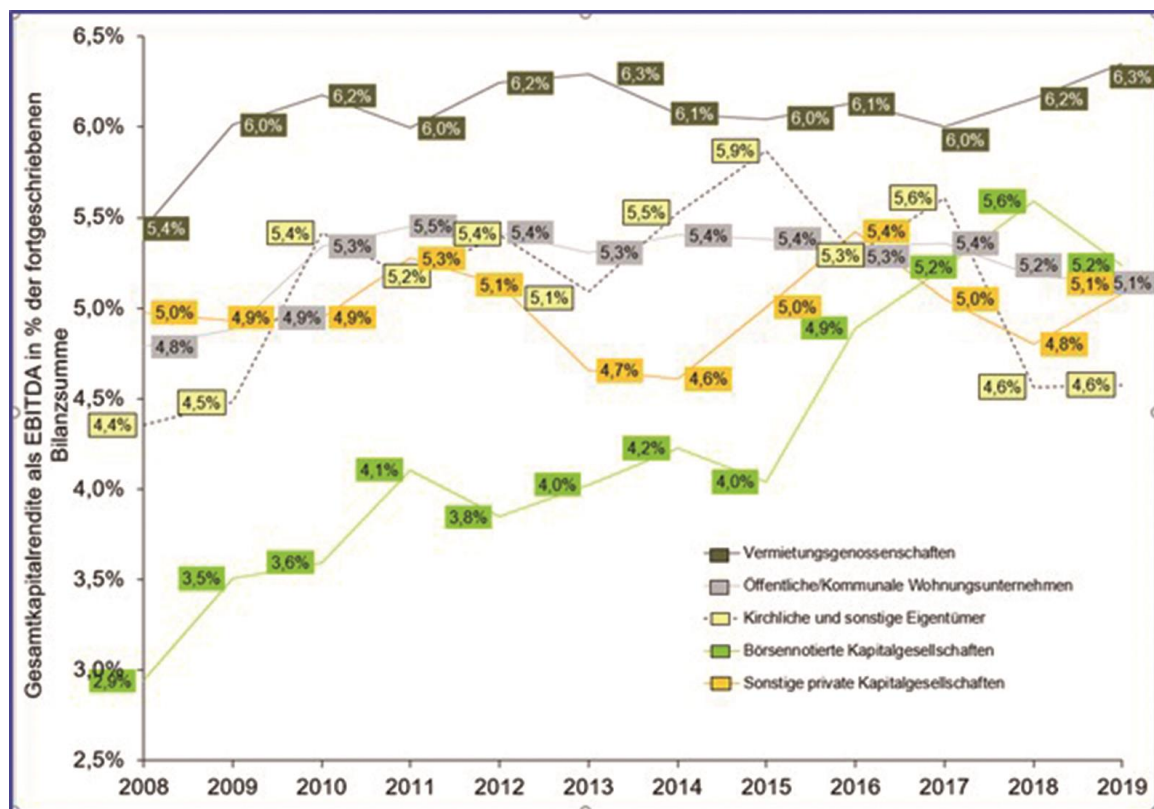


Abb.1 Gesamtkapitalrenditen der Unternehmensgruppen nach Bereinigung des Rechnungslegungseffekts

2. Je größer das Wohnungsunternehmen, desto höher die Rendite?

Alle Unternehmensgruppen konnten die gute Marktsituation in den vergangenen Jahren nutzen, um die Mietrendite als das Ergebnis aus der Hausbewirtschaftung in Prozent der Warmmieten sowie den Rohertrag im Verhältnis zum Umsatz aus der Hausbewirtschaftung zu steigern. Aber auch der Vergleich dieser Kennzahlen lässt keinen deutlichen Vorsprung der privatwirtschaftlichen Unternehmen erkennen. Lediglich in den jüngeren Jahren zeigt sich ein sehr leichter Vorteil. Einen positiven Einfluss der Unternehmensgröße auf die Rendite können Rehkugler und Filser wiederum nur für die Gruppe der größten Bestandshalter mit über 50 000 Wohneinheiten feststellen (s. Abbildung 2).

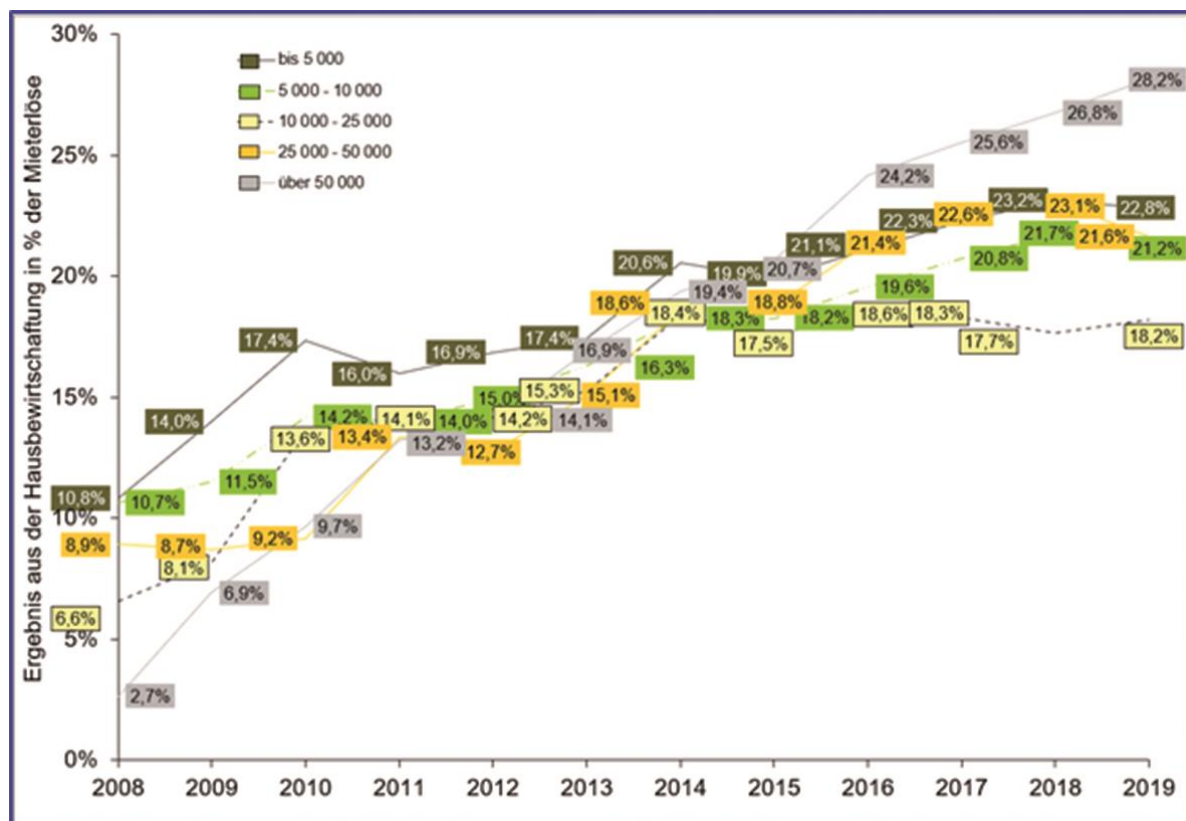


Abb.2 Entwicklung der Mietrenditen nach Größenklassen

3. Privatwirtschaftliche Unternehmen nutzen das Marktpotential mit höheren Mietsteigerungsraten stärker aus.

Einen Grund für den leichten Vorsprung liefert die Entwicklung der Mieten und des Leerstands. Im absoluten Niveau der Mieten bewegen sich die privatwirtschaftlichen Unternehmen zwar im Mittelfeld der Eigentümergruppen. Mit Mietsteigerungsraten von circa 37 Prozent über den gesamten Betrachtungszeitraum und stärker steigenden Raten in den jüngeren Jahren haben sie aber das Marktpotenzial weit stärker ausgenutzt als die gemeinwirtschaftlichen Unternehmen, die in diesem Zeitraum ihre Mieten durchschnittlich zwischen 20 und 26 Prozent erhöht haben (s. Abbildung 3). Zur Beurteilung der Mietsteigerungsraten ist zu berücksichtigen, dass sie Bestandsmieten, Wiedervermietungsmieten, Neubaumieten und Mieten nach Modernisierungen enthalten.

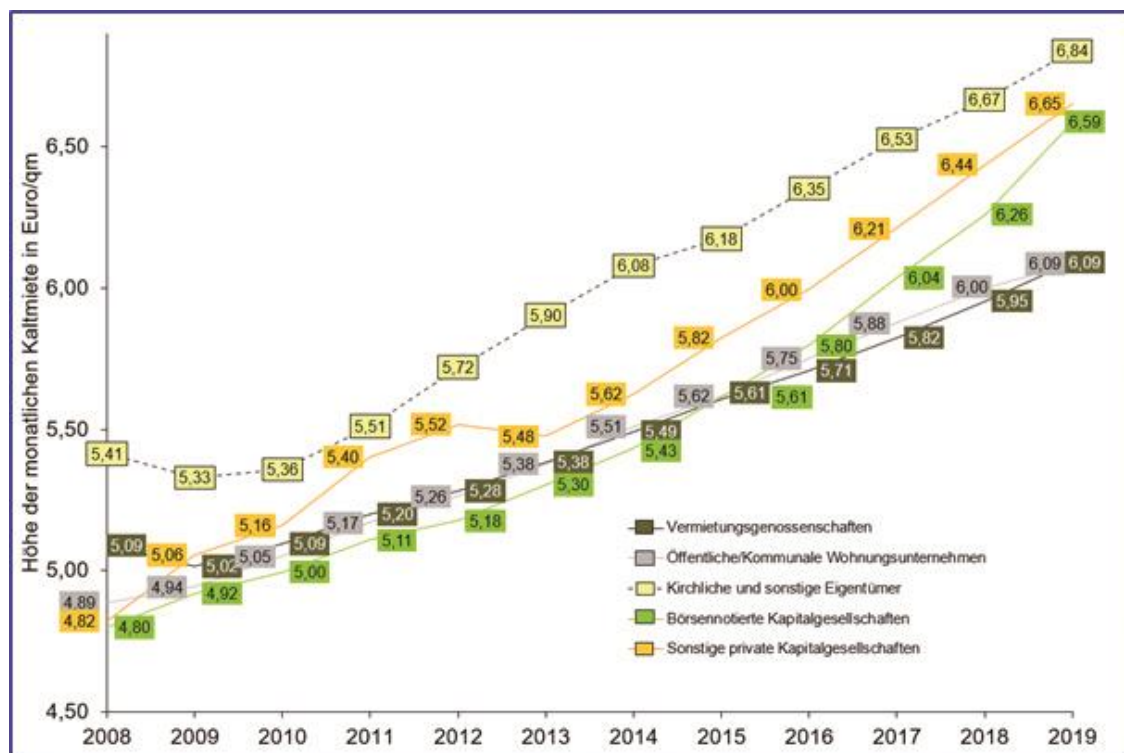


Abb.3 Höhe und Entwicklung der Mieten je qm nach Eigentümergruppen

4. Leerstand konnte überall abgebaut werden. Börsennotierte Gesellschaften haben geringere Bewirtschaftungskosten

Die gute Marktentwicklung hat bei Unternehmen aller Eigentümergruppen die Möglichkeit geschaffen, den Leerstand beträchtlich abzubauen (Abbildung 4). Im Ergebnis ist festzuhalten, dass insbesondere die erreichten Verbesserungen der Ertragsseite bei den börsennotierten Gesellschaften zu einer durchgreifenden Verbesserung bei den Kosten- und Ertragsrelationen geführt haben, so dass sich diese zum Ende des Betrachtungszeitraums gegenüber den anderen Eigentümergruppen in Bezug auf die Ertragskraft im Kerngeschäftsfeld der Hausbewirtschaftung abheben können. Wiederum lässt sich ein starker Größeneffekt nur für die größten Bestandshalter nachweisen.

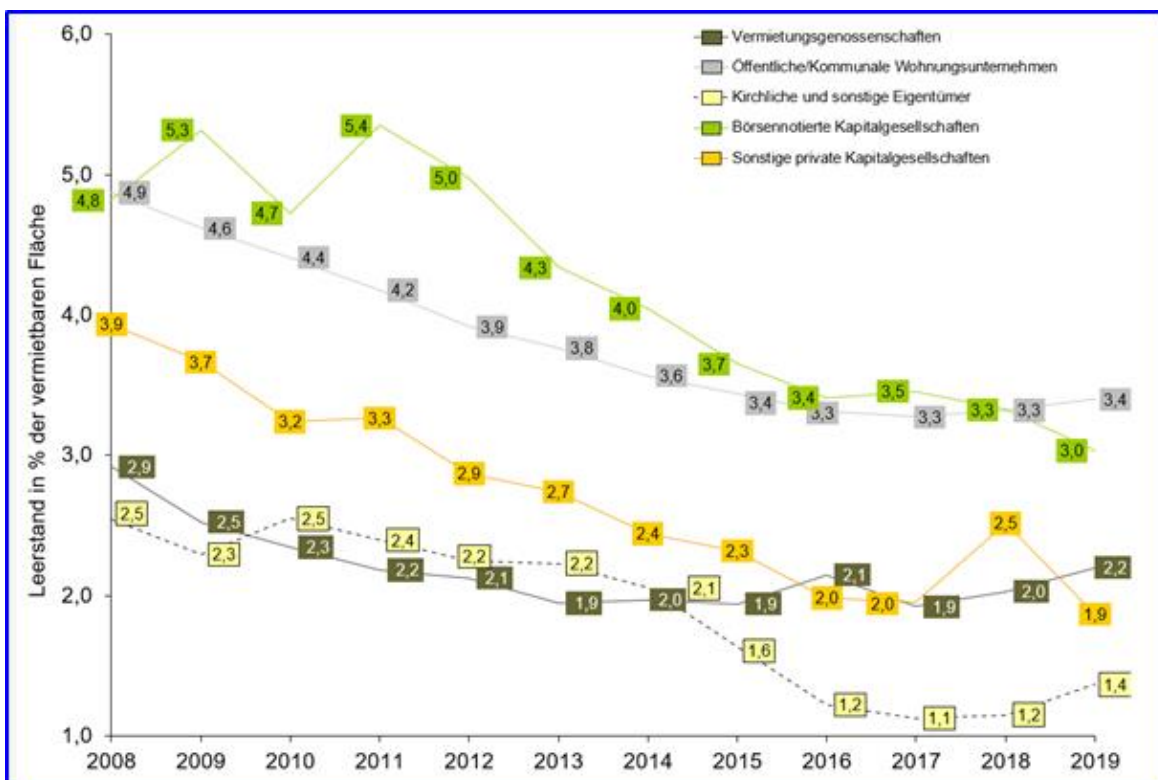


Abb. 4 Entwicklung der Leerstandsdaten nach Eigentümergruppen

5. Reduktion des Zinsniveaus und der Zinsbelastung hatte großen Einfluss auf die Gewinne aller Unternehmen.

Die finanzielle Entwicklung der häufig hoch verschuldeten Wohnungsgesellschaften ist entscheidend von den rückläufigen Zinsen an den Kapitalmärkten getragen worden. Insgesamt können Rehkugler und Filser im Finanzbereich zumindest in den jüngeren Jahren keine strukturelle Über- oder Unterlegenheit einer Eigentümergruppe oder Größenklasse feststellen. Sowohl bei den Zinsaufwendungen je aufgenommenen Krediteinheit als auch bei der Entschuldungsfähigkeit über den operativen Cashflow ist eher eine deutliche Annäherung der Zahlen zwischen den Unternehmensgruppen auszumachen. Dabei konnten insbesondere die börsennotierten und sonstigen privaten Gesellschaften sowohl ihre anfänglich weit höhere durchschnittliche Zinslast durch günstigere Refinanzierungen deutlich senken (Abbildung 5) als auch ihre operative Entschuldungsfähigkeit, gemessen am dynamischen Verschuldungsgrad, massiv verbessern (Abbildung 6). Zugleich haben sie durch den verstärkten Abschluss langfristiger Kreditaufnahmen die Reichweite ihrer Finanzierungsbasis erhöht und bestehende zahlungsbezogene Zinsänderungsrisiken abgebaut. Allerdings sind die gewinnorientierten Unternehmen aufgrund der weit höheren Ausschüttungsquoten der operativen Cashflows deutlich stärker auf die Kapital- und Kreditmärkte als Quellen für die Finanzierung ihres kräftigen Wachstums angewiesen.



Abb.5 Entwicklung des Zinsaufwands je Euro nach Eigentümergruppen

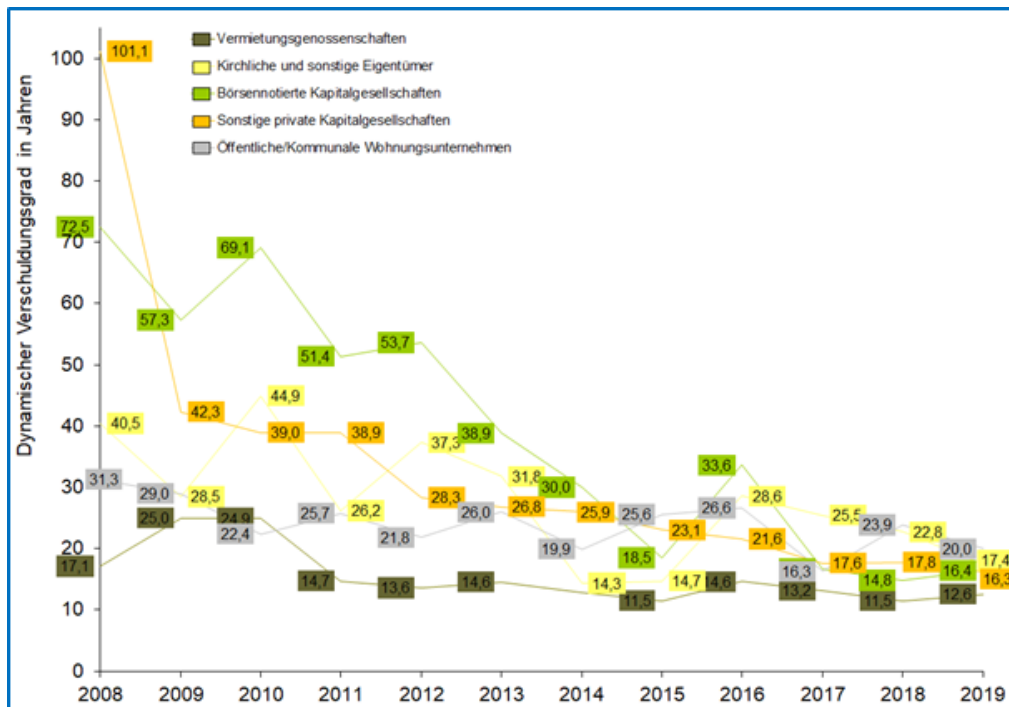


Abb. 6 Entwicklung des dynamischen Verschuldungsgrads nach Eigentümergruppen

6. Die hohen Anlegerrenditen sind überwiegend nicht durch die operativen Ergebnisse, sondern durch die Kapitalmarktentwicklung getragen.

Die bei einem Investment in börsennotierte deutsche Wohnimmobilien-AGs für das letzte Jahrzehnt erzielten Perioden-Totalrenditen (inkl. Wiederanlage der Ausschüttungen) liegen mit Werten von fast durchgängig 20 Prozent und mehr enorm hoch. Es zeigt sich aber deutlich, dass sie nur zu einem geringen Anteil die Überschüsse widerspiegeln und aus ihnen gespeist sind, die die Unternehmen in ihrem operativen Geschäft erwirtschaftet haben. Die aufgezeigten Miethöhen und deren Steigerungen haben dazu nur partiell beigetragen. Vielmehr haben dominant externe Effekte wie die massive Reduzierung der Kapitalmarktzinsen und die positive Entwicklung der Wohnungsnachfrage die Wertansätze in den Bilanzen und vor allem die Aktienkurse und Anlegerrenditen nach oben getrieben.

Fazit und Ausblick

Die Studie zeigt, dass sich die verbesserte operative Performance zu großen Teilen auf externe Einflüsse zurückführen lässt: auf den Wohnungsmärkten ist die gesteigerte Nachfrage, auf den Finanzmärkten die Reduktion der Zinsen wesentlicher Einflussfaktor. Die Unternehmen aller Trägergruppen haben davon profitiert, vor allem durch starke Einsparungen bei den Zinslasten und beim Abbau von Leerständen. Die gewinnorientierten Unternehmen haben aber die sich bietenden Spielräume für Mieterhöhungen deutlich stärker genutzt als die anderen Eigentümergruppen. Performancesssteigerungen durch die Ausnutzung von Größeneffekten treten im Vergleich dazu in den Hintergrund, stellen die Autoren fest. Für künftige Perioden sind laut Rehkugler und Filser vergleichbar hohe Steigerungen der Performance wohl nicht mehr zu erwarten. Wieder ansteigende Kreditzinsen, vor allem aber auch zunehmende umfangreiche Verpflichtungen der energetischen Sanierung der Bestände dürften belastend wirken, so die Autoren.