

Wirtschaftswissenschaftliche Schriften

Reihe: Finanzwirtschaft und Kapitalmärkte

Helmut Geyer

**Besonderheiten bei der Finanzierung von
Wohnungsgesellschaften
- unter besonderer Beachtung der Risiken
aus Zinsänderungen -**

Heft 02 / 2011

Fachbereich Betriebswirtschaft

Schriftenreihe: Wirtschaftswissenschaftliche Schriften, Jahrgang 2011, Heft 2

Reihe: Finanzwirtschaft und Kapitalmärkte

Autor: Prof. Dr. Helmut Geyer

ISSN 1868-1697

ISBN 3-939046-24-8

Fachhochschule Jena, Fachbereich Betriebswirtschaft

Carl-Zeiss-Promenade 2

D-07745 Jena

Tel.: 03641-205-550

Fax: 0364-205-551

Diese Publikation wurde mit äußerster Sorgfalt bearbeitet, Verfasser/in und Herausgeber/in können für den Inhalt jedoch keine Gewähr übernehmen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Vervielfältigung, Übersetzung, Mikroverfilmung und Einspeicherung in elektronische Systeme des gesamten Werkes oder Teilen daraus bedarf – auch für Unterrichtszwecke – der vorherigen Zustimmung der Fachhochschule Jena, Fachbereich Betriebswirtschaft und des Autors.

Printed in Germany

Zusammenfassung:

Etwa 8,8 Millionen Wohnungen in Deutschland werden durch gewerbliche Vermieter bewirtschaftet. Das Kapital dieser Wohnungsgesellschaften ist überdurchschnittlich lang gebunden, was wiederum langfristig durchdachte Finanzierungsstrukturen erfordert. Besonders das Risiko sich verändernder Zinsen trifft Wohnungsunternehmen deutlicher, als andere Unternehmen.

Die Abhandlung befasst sich mit der Frage, inwieweit veränderte Zinskonditionen existenzbedrohende Aufwandserhöhungen mit sich bringen könnten. Kennzahlen zur Beurteilung von Risiken werden erläutert und beispielhaft für einige ausgewählte Wohnungsunternehmen berechnet. Basis dafür waren die veröffentlichten Jahresabschlüsse von acht ausgewählten Thüringer Wohnungsgesellschaften. Zur Verdeutlichung der Situation wurden die Auswirkungen einer fiktiven Zinssatzerhöhung auf wesentliche Ergebnisgrößen der Gesellschaften simuliert. Einige Ansätze, wie solcherart Risiken aus der Finanzierungsstruktur erkannt werden können und welche grundsätzlichen Möglichkeiten der Gegensteuerung bestehen, beschließen die Schrift.

Stichworte

Finanzierung, Immobilien, Wohnungswirtschaft, Wohnungsgesellschaften, Finanzierungsrisiken, Kapitalstruktur, Fremdkapital, Zinskonditionen, Demographische Veränderungen

Inhaltsverzeichnis

INHALTSVERZEICHNIS	1
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	6
TABELLENVERZEICHNIS	7
VERZEICHNIS DER ABKÜRZUNGEN	8
1. EINLEITUNG	9
1.1 Problemstellung	9
1.2 Untersuchungsgegenstand und Vorgehensweise.....	9
2. ALLGEMEINE RAHMENBEDINGUNGEN	11
2.1 Historische Entwicklung.....	11
2.2 Geschäftsmodelle.....	12
2.3 Volumen und Aufteilung des deutschen Wohnungsmarktes	14
2.4 Kurzer Vergleich mit der internationalen Entwicklung.....	16
3. DIE VERMÖGENS- UND KAPITALLAGE DER WOHNUNGSGESELLSCHAFTEN	19
3.1 Spezifika der Vermögenssituation	19
3.1.1 Grundlegendes	19
3.1.2 Anlagevermögen	20
3.1.3 Umlaufvermögen	20
3.2 Spezifika der Kapitalstruktur	22
3.2.1 Eigenkapital	23
3.2.2 Fremdkapital	24
3.3 Gesichtspunkte zur Abwägung eines optimalen Verschuldungsgrades	25
4. RISIKOBEWERTUNG	28
4.1 Identifikation der relevanten Risiken	28
4.1.1 Ausgangspunkt der Überlegungen	28
4.1.2 Risiken aus der demographische Entwicklung.....	30
4.1.2.1 Annahmen zur demographischen Entwicklung	30
4.1.2.2 Mögliche Auswirkungen auf die Wohnungswirtschaft	32
4.1.2.3 Zusammenfassende Einschätzung zu demographischen Auswirkungen.....	35
4.1.3 Risiken aus der Finanzierungsstruktur	36
4.1.3.1 Risiken aus Eigenkapital	36
4.1.3.2 Risiken aus Fremdkapital	37
4.1.3.3 Risiken im Zusammenhang mit der Kreditbesicherung.....	39

4.1.3.4 Risiken bei sich erhöhendem Kapitalbedarf	40
4.2 Kennzahlen zur Beurteilung der Risiken	41
4.2.1 Abgrenzung	41
4.2.2 Auswahl der Kennzahlen.....	42
4.2.3 Der Mietenmultiplikator und seine Relevanz.....	44
4.3 Daten ausgewählter Thüringer Wohnungsunternehmen	46
4.3.1 Vorbemerkung	46
4.3.2 Bilanzdaten	47
4.3.2 Ergebnisdaten	51
4.3.3 Kennzahlen zur Risikoerkennung.....	52
4.4 Zusammenfassende Beurteilung	56
5. ANSÄTZE, UM DEN RISIKEN ZU BEGEGNEN.....	61
5.1 Veränderung der Kapitalstruktur	61
5.1.1 Außenfinanzierung durch Erhöhung des Beteiligungskapitals.....	61
5.1.2 Innenfinanzierung durch Selbstfinanzierung	63
5.1.3 Zusammenfassende Beurteilung der eigenkapitalbasierten Möglichkeiten	63
5.2 Steuerung des Fremdkapitalportfolios	64
5.2.1 Absolute Reduzierung des Fremdkapitals.....	64
5.2.2 Diversifizierung	65
5.2.3 Auslasten von Sicherheiten	66
5.2.4 Kreditvertragsgestaltung.....	66
5.2.5 Alternative Finanzierungsquellen	67
6. FAZIT	69
LITERATURVERZEICHNIS	70
ANHANG.....	74

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Anbieterstruktur/Anteile der gewerblichen Vermieter	16
Abbildung 2: Hauspreisentwicklung in versch. Staaten	17
Abbildung 3: Entwicklung der Investitionstätigkeit (GdW-Unternehmen).....	21
Abbildung 4: Kapitalanteile in Prozent	24
Abbildung 5: Gesamtkapitalrentabilität	28
Abbildung 6: Abrisse/Fertigstellungen	34
Abbildung 7: Eigenkapitalquoten Thüringer Wohnungsunternehmen	47
Abbildung 8: Quote der langfristigen Bankverbindlichkeiten Thüringer Wohnungsunternehmen	48
Abbildung 9: Anteil liquider Mittel an der Bilanzsumme	49
Abbildung 10: Liquide Mittel im Verhältnis zum monatlichen Umsatz	50
Abbildung 11: Anlagedeckungsgrad Thüringer Wohnungsunternehmen.....	51
Abbildung 12: Ergebniszahlen Thüringer Wohnungsunternehmen.....	52
Abbildung 13: Risikokennzahlen Thüringer Wohnungsunternehmen	54
Abbildung 14: Ertragsstärke und durchschnittlicher FK-Zinssatz in Prozent.....	56
Abbildung 15: Geldmarktsätze Frankfurt	57
Abbildung 16: Renditen für Pfandbriefe mit fünfjähriger Restlaufzeit.....	58
Abbildung 17: Veränderung des Ergebnisses durch Zinssatzerhöhungen bei Thüringer Wohnungsunternehmen	59

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Mietausfälle.....	22
Tabelle 2: Wohnungsbestand nach Baualter	29
Tabelle 3: Entwicklung der Verschuldung.....	37

Verzeichnis der Abkürzungen

AWG	Arbeiterwohnungsbaugesellschaft
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BL	Bundesland/Bundesländer
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
d.h.	das heißt
DDR	Deutsche Demokratische Republik
DMBilG	DM-Bilanzgesetz
e.V.	eingetragener Verein (Rechtsform)
EBIT	Earnings before interest and taxes
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation
FH	Fachhochschule
FK	Fremdkapital
GdW	Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Rechtsform)
HGB	Handelsgesetzbuch
i.d.R.	in der Regel
insbes.	insbesondere
LLC	Limited Liability Company (Rechtsform)
Mio.	Million/Millionen
o.g.	oben genannt (-e, -er, -es)
PTW	Prüfungsverband Thüringer Wohnungsunternehmen
REITs	Real Estate Investment Trusts
resp.	respektive
S.A.	Société Anonyme (Rechtsform)
SED	Sozialistische Einheitspartei Deutschlands
SoPo	Sonderposten
u.a.	unter anderem/und andere
u.ä.	und ähnliche
USA	United States of America
usw.	und so weiter
vgl.	vergleiche
vtw	Verband Thüringer Wohnungs- und Immobilienwirtschaft e.V.
z.B	zum Beispiel

1. Einleitung

1.1 Problemstellung

Von den rund 40 Millionen Wohnungen in Deutschland werden etwa 8,8 Millionen Wohnungen, also rund 22 Prozent, durch gewerbliche Vermieter bewirtschaftet¹. Der Bereich der gewerblichen Wohnungsunternehmen ist damit in der Praxis von nicht geringer Bedeutung. Um so bemerkenswerter ist es, dass dieser Themenkomplex in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur nur sehr begrenzte Aufmerksamkeit findet.

Die Wohnungswirtschaft ist gegenüber der verarbeitenden Industrie von einigen Besonderheiten geprägt. So sind die Investitionszyklen in Unternehmen der Wohnungswirtschaft überdurchschnittlich lang, im Regelfall liegen die Abschreibungsdauern bei 50 Jahren. Durch planmäßige Instandhaltung und vor allem Modernisierungsmaßnahmen erhöht sich die Lebensdauer der bewirtschafteten Immobilien zu meist noch über diesen Zeitrahmen hinaus.

Andererseits ist das Anlagevermögen schwer liquidierbar und, wie es der Name schon sagt, immobil, was die unternehmerischen Entscheidungsspielräume einschränkt. Diese Beschränkungen machen es erforderlich, sich intensiv mit der Finanzierung zu befassen. Die langfristige Kapitalbindung erfordert einerseits langfristig durchdachte Finanzierungsstrukturen. Andererseits ist es kaum möglich (und oft auch wirtschaftlich nicht sinnvoll), Konditionen für die Überlassung von Fremdkapital für den gesamten Investitionszeitraum festzuschreiben. Damit sind Wohnungsunternehmen gegenüber den Unternehmen in der sonstigen Wirtschaft überdurchschnittlich dem Risiko veränderter Zinsen ausgesetzt.

In der vorliegenden Schrift werden Wohnungsgesellschaften in Deutschland unter dem Gesichtspunkt betrachtet, ob die aktuellen Finanzbeziehungen den hier skizzierten Umständen entsprechen und welche Risikofaktoren auf diese Finanzierungsstruktur einwirken. Ziel ist es, Risiken, die sich vor allem aus den finanziellen Bezügen ergeben, zu identifizieren und Varianten einer Reaktion darauf zu entwickeln.

1.2 Untersuchungsgegenstand und Vorgehensweise

Gegenstand der vorliegenden Untersuchung sind Wohnungsunternehmen mit Sitz in Deutschland. Sie sind dadurch gekennzeichnet, dass sie in nicht unerheblichem Maße Wohnungen zum Zwecke der Vermietung vorhalten. Die Begriffe „Wohnungsunternehmen“ und „Wohnungsgesellschaft“ werden synonym verwendet. Diese Vermietungsunternehmen unterscheiden sich vor allem durch ihre Rechtsformen und den Gesellschafterhintergrund. Sortiert nach der Anzahl der bewirtschafteten Wohnungen handelt es sich dabei um

¹ vgl. (GdW, 2009)

- Private Wohnungsunternehmen
- Kommunale Wohnungsunternehmen
- (Wohnungs-) Genossenschaften
- Öffentliche Wohnungsunternehmen
- Kirchen und
- Sonstige.

Da der Schwerpunkt dieser Analyse auf Wohnungsgesellschaften liegt, die ihre Bestände langfristig bewirtschaften, werden rein renditeorientierte Unternehmen nur in Ausnahmefällen betrachtet. Unter „rein renditeorientiert“ ist zu verstehen, dass das strategische Geschäftsziel der Gesellschaft weniger in der langfristig nachhaltigen Bewirtschaftung der zum Bestand gehörenden Wohnungen besteht, sondern mehr in der Umstrukturierung der Bestände mit dem Ziel eines späteren Verkaufs der Gesellschaft oder von Teilen von ihr. Dieses Vorgehen kann man unter dem Begriff „aktives Bestandsmanagement“ subsumieren, bei dem vor allem auf den Wertzuwachs der Immobilien gesetzt wird. Der langfristige Erhalt des Unternehmens steht dabei nicht im Fokus.

Eine exakte Trennlinie zu den langfristigen „Bestandshaltern“ als Geschäftsmodell lässt sich nicht ziehen, da es in den konkreten Geschäftsfällen Überschneidungen zwischen diesen beiden Modellen gibt. Kriterium für die Einordnung der Gesellschaften im Sinne der Untersuchung ist der *Schwerpunkt* der Tätigkeit, ergänzende Aktivitäten im jeweils anderen Bereich verändern die getroffenen Aussagen nicht wesentlich.

Ebenfalls keinen Eingang in diese Untersuchung finden private Kleinvermieter und Einliegerwohnungen – hier trifft das Kriterium „in nicht unerheblichem Maße“ nicht zu.

In einem ersten Abschnitt der Untersuchung sollen die Geschäftsmodelle und die allgemeinen Rahmenbedingungen kurz vorgestellt werden. Der nächste Absatz widmet sich der aktuellen wirtschaftlichen Situation der Gesellschaften, dargestellt an einigen Eckkennzahlen und ihrer Entwicklung. Einen Schwerpunkt stellt die Identifikation von Hauptrisiken in der künftigen Entwicklung dar. Insbesondere die Auswirkungen von potentiellen Zinsänderungen beim Fremdkapital sollen genauer unter die Lupe genommen werden, indem von einer fiktiven Zinserhöhung ausgegangen wird. Die dabei im Mittelpunkt stehende Frage wird sein, ob sich solch eine Zinsänderung auf die wirtschaftliche Situation der Wohnungsgesellschaft in einem Maße auswirken könnte, dass die gesamte wirtschaftliche Existenz in Frage gestellt wird. Insbesondere die Finanzierungsstruktur in ihrer gegenwärtigen Ausprägung wird für die Resistenz gegen solch eine Verschlechterung der Finanzierungskosten entscheidend sein. Einige Ansätze zur möglichen Optimierung der Finanzierungsstruktur werden die Schrift beschließen.

Zum Zwecke der Untersuchung wurden vielfältige Daten der Verbände der Wohnungswirtschaft ausgewertet. Hauptsächlich handelt es sich dabei um Daten, die der GdW Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen e.V. (künft-

tig GdW) zusammengestellt hat. Angaben zu den Thüringer Unternehmen der Wohnungswirtschaft stammen u.a. vom Verband Thüringer Wohnungs- und Immobilienwirtschaft e.V. (vtw) und aus veröffentlichten Jahresabschlüssen der Thüringer Wohnungsunternehmen.

2. Allgemeine Rahmenbedingungen

2.1 Historische Entwicklung

Die Sachlage, die man momentan auf dem deutschen Wohnungsmarkt vorfindet, ist stark geprägt von der Situation nach dem Zweiten Weltkrieg. Die Zerstörungen und massiven Umwälzungen im Ergebnis dieses Krieges führten zu einer massiven Wohnungsnot in weiten Teilen Deutschlands. Sowohl in der Bundesrepublik Deutschland², als auch in der damaligen DDR, versuchte der Staat mit massiven Eingriffen den Wohnungsbau zu fördern. In der Bundesrepublik Deutschland griff der Staat durch eine Mischung aus verschiedensten Maßnahmen ein: Sozialer Wohnungsbau, steuerliche Förderung, diverse wohnwirtschaftliche Förderprogramme in der Finanzierung, Wohnungsbauprämien usw. sollten dazu führen, die Wohnungsknappheit zu verringern. In diesem Zusammenhang trat der Staat (in Form kommunaler Gesellschaften) in überdurchschnittlichem Maße als Bauherr auf. Darüber hinaus wurden auch private Bauherren gefördert.

Die DDR installierte ein staatliches Wohnungsbauprogramm. In mehreren Etappen und unterschiedlichen Qualitätsstufen erklärte man den Neubau und die Modernisierung von Wohnungen zu Staatszielen. Die letzte Stufe wurde vom Zentralkomitee der SED auf seiner 10. Tagung am 2. Oktober 1973 beschlossen und sollte die Wohnungsnot als „sozialpolitisches Problem“ bis 1990 lösen. Ob und wie dieses Ziel erreicht werden konnte, ist nicht Gegenstand dieser Untersuchung. Im Ergebnis entstanden in Plattenbauweise errichtete Großwohnsiedlungen, zumeist am Rande der Städte auf der grünen Wiese. Als Eigentümer fungierten in der Regel volkseigene Betriebe und Wohnungsgenossenschaften (in Form der Arbeiterwohnungsbaugenossenschaften – AWG). Mit der Wiedervereinigung wurden diese Vermietungsgesellschaften in Kommunale Wohnungsunternehmen und in Eingetragene Genossenschaften umgewandelt. Sie prägen auch heute noch nachhaltig die Eigentümerstrukturen in den neuen Bundesländern.

Diese Entwicklungen führten (bei allen Unterschieden in beiden Teilen Deutschlands) dazu, dass heute

² Unter dem Begriff „Bundesrepublik Deutschland“ ist in diesem Teil der Arbeit das Gebiet der sog. alte Bundesländer einschließlich Berlin (West) zu verstehen. Daten aus den Zeiträumen ab 1990 beziehen sich dann wieder auf Deutschland insgesamt.

- etwa 45 % des gesamten Wohnungsbestandes in beiden Teilen Deutschlands aus Maßnahmen der Jahre 1949-1970 resultieren³ und
- rund 29 % der von professionell gewerblichen Anbietern angebotenen Wohnungen in der Hand kommunaler und öffentlicher Unternehmen sind. Darüber hinaus gehören 24 % dieser Wohnungen Genossenschaften.⁴

Seit Ende der 1990er Jahre entspannte sich auch in den neuen Bundesländern die Wohnungssituation zunehmend. Mit dem Wegfall der Notwendigkeit staatlicher Eingriffe (so wurde beispielsweise das Gesetz über die Gemeinnützigkeit im Wohnungswesen – Wohnungsgemeinnützigkeitengesetz – zum 31.12.1989 aufgehoben) und im Rahmen von notwendigen Maßnahmen der Haushaltskonsolidierung steigerte sich die Bereitschaft von Kommunen, und zwar sowohl in den alten, als auch in den neuen Bundesländern, Teile ihres Wohnungsbestandes an private Investoren zu veräußern. Ein bekanntes Beispiel ist die Veräußerung der Städtischen Wohnungsgesellschaft WOBA Dresden im Jahr 2006⁵. Fiskalpolitischer Nutzen einerseits und die Verwirklichung städtebaulicher und wohnungswirtschaftlicher Ziele andererseits werden kontrovers diskutiert. Ohne in diese Diskussionen eingreifen zu wollen, kann ein struktureller Wandel festgestellt werden:

Galt lange Zeit eine Differenzierung in öffentliche und private Wohnungsunternehmen, kann man jetzt nach zwei grundsätzlichen Geschäftsmodellen unterscheiden, den „Händlern“ und den „Bestandshaltern“.

2.2 Geschäftsmodelle

Die Unterscheidung in die o.g. beiden Geschäftsmodelle erfolgt weitestgehend durch die öffentliche Wahrnehmung, ohne dass quantifizierbare Abgrenzungsmerkmale genannt werden. Aus diesem Grund sollen hier die jeweiligen Besonderheiten kurz vorgestellt werden.

Beiden Geschäftsmodellen gemeinsam ist der Hauptgegenstand ihrer Tätigkeit, nämlich die Verwaltung und Bewirtschaftung von zu Wohnzwecken genutzten Immobilien im gewerblichen Maßstab. Unterschiede bestehen jedoch in den langfristigen Zielstellungen und damit auch in den konkreten Aktivitäten.

- „Händler“

Vorrangiges Ziel dieser Gruppe von Vermietungsunternehmen ist das Erzielen von Rendite durch aktives Managen eines Immobilienbestandes. Das bedeutet, dass je nach aktueller Marktlage Portfolien aus Immobilien umstrukturiert werden und am Markt aktive Käufe und Verkäufe stattfinden. Hauptziel der Tätigkeit ist es, Wertzuwächse zu erzielen und diese nach gegebener Zeit zu realisieren. Das erfolgt durch den späteren Verkauf von ganzen Immobilienportfolien oder Teilen davon.

³ vgl. (GdW, 2007 S. 165), (GdW, 2009 S. 121), (HSH Nordbank, 2008 S. 11)

⁴ vgl. (GdW, 2009 S. 23)

⁵ vgl. (Handelsblatt, 2006)

Eine damit verwandte Strategie besteht darin, die Wohnungsbestände zwar für einen bestimmten Zeitraum zu halten, in diesem Abschnitt aber bei minimalen Investitionen einen möglichst hohen Cashflow aus den Mieteinnahmen zu generieren und über Ausschüttungen den Eigentümern zugutekommen zu lassen. Für den späteren Weiterverkauf ist ein Preis nahe des ursprünglichen Einstandes geplant, die Rendite besteht in den zwischenzeitlichen Ausschüttungen.

Das längerfristige Halten im Bestand erfolgt dort, wo weitere Wertzuwächse zu erwarten sind. Dort, wo das nicht der Fall ist, wird die Weiterveräußerung präferiert. Auf diese Weise können auch historisch gewachsene Bestände auseinandergerissen werden. Der Zeithorizont der Bewertung des Investments ist eher kurzfristig orientiert, was bei Immobilien etwa fünf bis maximal zehn Jahren entspricht.

- „Bestandshalter“

Hier steht die Nachhaltigkeit eindeutig im Fokus. Die vorhandenen Bestände werden, auch zu Lasten einer anderweitig möglichen höheren Rendite, langfristig entwickelt. Fortwährende Investitionen und Instandhaltungsmaßnahmen sorgen für einen bleibenden Werterhalt, Modernisierungen für Wertzuwachs. Hauptziel dieser Unternehmen ist es, über einen sehr langen Zeithorizont das Vermögen der Gesellschaft zu erhalten und zu mehren.

Diese hier skizzierten inhaltlichen Abgrenzungen bedeuten jedoch nicht, dass es keinerlei Überschneidungen gebe. „Händler“ werden immer dann, wenn das im Sinne der Renditeentwicklung sinnvoll erscheint, Bestände auch längerfristig behalten und bewirtschaften. Andererseits werden auch die „Bestandshalter“ dort, wo es legitim erscheint, Investitionen zur Arrondierung des Portfolios tätigen oder Wohngebäude veräußern, wenn das wirtschaftlich sinnvoll ist. Zu denken wäre hier beispielsweise an das Veräußern von kleineren Beständen, die räumlich vom eigentlichen Zentrum der Tätigkeit weiter entfernt sind und so das Bewirtschaften zusätzlich verteuern (z.B. durch überproportional lange Anfahrtswege). Bedeutsam für die hier vorgenommene Unterscheidung der Geschäftsmodelle ist letztlich, in welchem der beiden hier umrissenen Felder der inhaltliche Mittelpunkt der Tätigkeit liegt.

Unter pragmatischen Aspekten könnte man als klassische Bestandshalter Gesellschaften definieren, die

- Bestände an eigenen Wohnungen unter gewerblichen Gesichtspunkten bewirtschaften und
- deren jährliche Zu- bzw. Abgänge an Wohnungen durch Kauf oder Verkauf im Durchschnitt der letzten 10 Jahre weniger als 10 Prozent des Gesamtbestandes ausmachen.

Diese Grenzen sind mehr oder weniger willkürlich gewählt. Insbesondere die Frage, ab wann gewerbliche Bewirtschaftung besteht, ist schwer zu ziehen. Ein Ansatz wäre die Mitgliedschaft im GdW, in dem auch kleinere Wohnungsunternehmen organisiert sind. Immerhin 43,5 Prozent der Mitgliedsunternehmen bewirtschaften lediglich bis

zu 500 Wohnungen. Das macht 6,3 Prozent der Wohnungen der Unternehmen des GdW aus⁶.

Die Zu- oder Abgänge sollten über einen längeren Zeitraum, hier wurden 10 Jahre genannt, erfasst werden, da auch die hier als „Händler“ bezeichneten Unternehmen nicht in jedem Jahr ihre Bestände aktiv verändern.

Die weiteren Untersuchungen liegen schwerpunktmäßig auf Gesellschaften, die ihre Wohnimmobilien langfristig entwickeln wollen, also auf den „Bestandshaltern“. An geeigneter Stelle, speziell bei Fragen der Kapitalstruktur, werden aber auch die Gesichtspunkte der kurzfristiger orientierten Immobilienhändler in die Betrachtung einfließen.

Nicht in die Überlegungen einbezogen wird das rein finanzwirtschaftlich motivierte Investment in Immobilien, etwa im Rahmen von offenen oder geschlossenen Immobilienfonds oder REITs. In diesen Fällen steht die renditeorientierte Vermögensanlage im Vordergrund und die Immobilien, in die investiert wird, sind in der Regel lediglich Mittel zum Zweck. Darüber hinaus erfolgt in diesen Fällen das Investment zumeist in gewerblich genutzte Immobilien und nicht in Wohnimmobilien.

2.3 Volumen und Aufteilung des deutschen Wohnungsmarktes

Die allgemeine Situation auf dem deutschen Wohnungsmarkt kann als stabil bezeichnet werden. Den ca. 40 Millionen Haushalten (40 076 000) stehen etwa gleichviele Wohnungen (40 058 000) gegenüber (Stand 2008)⁷. Damit erscheint aktuell weder ein weiterer Ausbau der Fördermöglichkeiten noch eine deutliche Intensivierung des Wohnungsbaus insgesamt erforderlich. Jedoch täuscht dieses alles in allem ausgeglichene Bild über deutliche regionale Unterschiede hinweg: Wohnungsknappheit in einigen Ballungsregionen, wie München oder Stuttgart, aber auch – in kleinerem Maßstab – in Städten wie Jena, stehen größere Leerstände in anderen Regionen gegenüber. In Jena standen im Jahr 2009 den 55816 Haushalten 54936 Wohnungen zur Verfügung⁸. Diese Situation führt beispielsweise regelmäßig zu Beginn des Wintersemesters zu deutlichen Problemen bei der Versorgung von Studenten mit Wohnraum. Andererseits schätzt der Verband der Thüringer Wohnungs- und Immobilienwirtschaft – vtw – parallel dazu ein, dass ohne den teilweise erheblichen Rückbau von Wohnungen die Leerstandsquote in Thüringen auf über 20 Prozent angestiegen wäre⁹. Trotz des Rückbaus sind regional immer noch Leerstände von mehr als 10 Prozent zu verzeichnen und damit in einer Größe, die zu gravierenden wirtschaftlichen Problemen der betroffenen Gesellschaften führen kann, sollte sie länger andauern.

⁶ vgl. (GdW, 2009 S. 119)

⁷ (GdW, 2009), Seite 112

⁸ Daten lt. Statistikstelle der Stadt Jena und interne Erhebung von Analyse & Konzepte, Beratungsgesellschaft für Wohnen, Immobilien und Tourismus mbH

⁹ (vtw, 2009), Seite 5

Das bedeutet: Aufgrund des immobilien Charakters der Investitionen in Wohnungen müssen regionale Gegeben- und Besonderheiten beachtet werden. Schlussfolgerungen, die in diesem Bericht allgemein getroffen werden, sollten demnach mit dem konkreten Umfeld abgeglichen und verifiziert werden, um zu belastbaren Aussagen und vor allem zu greifbaren Umsetzungsmöglichkeiten zu kommen.

Der deutsche Wohnungsmarkt ist geprägt durch einen hohen Anteil von Mietwohnungen. Der Anteil der vermieteten Wohnungen an allen bewohnten Wohnungen betrug im Jahr 2006 58,4 Prozent (alte BL: 55,4 %, neue BL: 69,4 %) ¹⁰.

Von den etwa 40 Millionen Wohnungen in Wohngebäuden ¹¹ werden knapp 15,9 Millionen von den Eigentümern selbst bewohnt. Damit stehen dem Markt über 23,7 Millionen Mietwohnungen zur Verfügung. Etwas mehr als 61 Prozent davon werden durch private Kleinvermieter an den Markt gebracht. Somit entfallen etwa 9,2 Millionen Wohnungen auf professionell-gewerbliche Anbieter ¹². Das entspricht grob gerechnet einem Fünftel des gesamten Wohnungsbestandes in der Bundesrepublik Deutschland.

Auffallend ist, dass andere Quellen zwar etwa die gleiche Anzahl Wohnungen als Basis haben, die Aufteilung auf die Anbieter im professionell-gewerblichen Bereich aber an einigen Stellen deutlich abweicht. So ordnet Hallenberg ¹³ einen erheblich größeren Teil den „Sonstigen“ zu. Die Unterschiede dürften – neben Änderungen im Zeitablauf von 2002 (Hallenberg) bis 2006 (GdW) – vor allem in unterschiedlichen Methodiken der Zuordnung liegen. Auf die Gesamtaussage haben diese Differenzen jedoch keinen entscheidenden Einfluss. Die später untersuchte Problematik trifft vom Grundsatz her alle Grundformen der professionell-gewerblichen Vermieter in ähnlicher Art und Weise.

¹⁰ (Statistisches Bundesamt, 2008)

¹¹ Wohngebäude sind Gebäude mit mehr als der Hälfte wohnwirtschaftlicher Nutzung. Wohnungen in anderen Gebäuden (Wohnheime, Gewerbeobjekte, sonst. Unterkünfte) umfassen weniger als ein Prozent der Wohnungen und können deshalb hier vernachlässigt werden. (Statistisches Bundesamt, 2008), Seite 114

¹² (GdW, 2009), Seite 23; Stand 2006

¹³ (Hallenberg, 2006), Seite 147

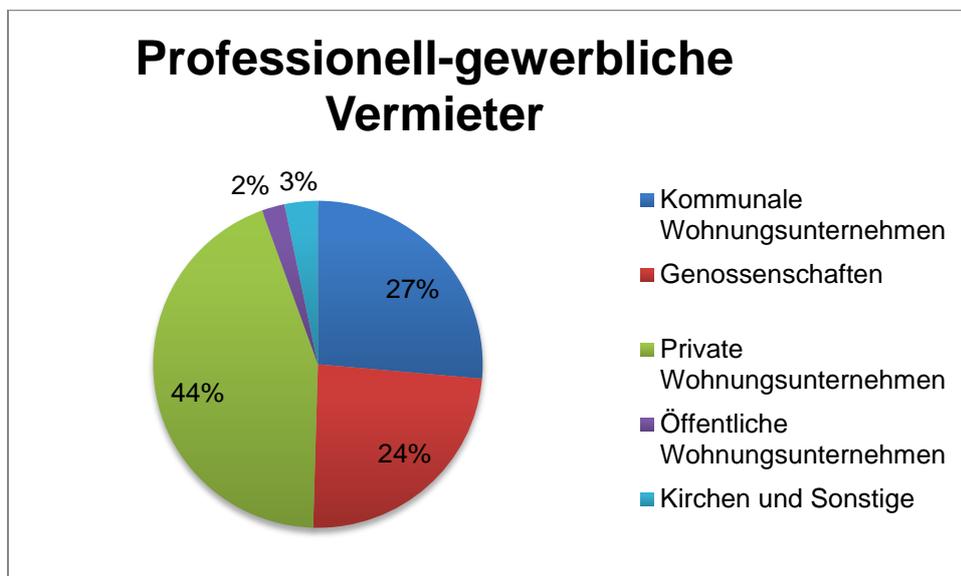
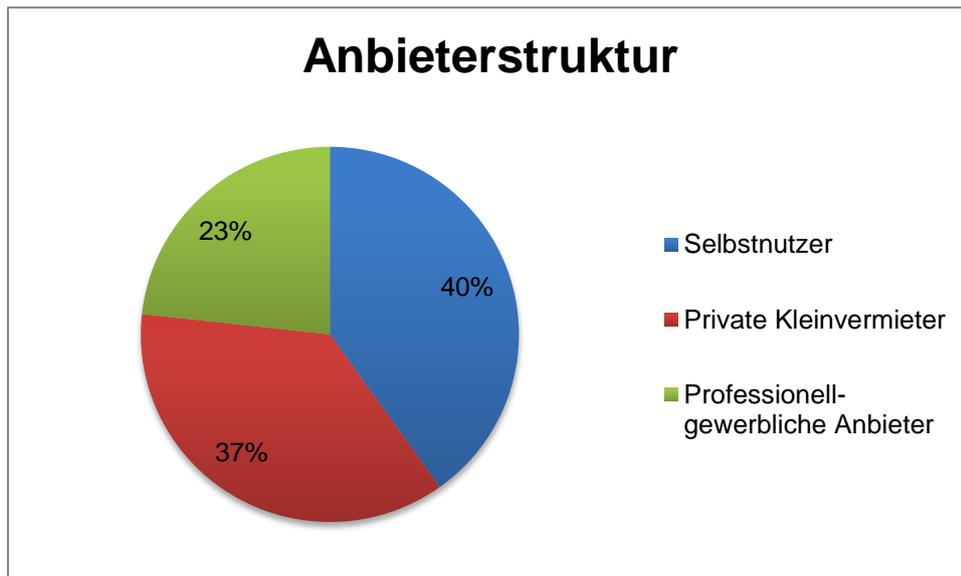


Abbildung 1: Anbieterstruktur/Anteile der gewerblichen Vermieter

2.4 Kurzer Vergleich mit der internationalen Entwicklung

Der Mietwohnungsmarkt in Deutschland ist, wie bereits ausgeführt, traditionell stark. Einer Wohneigentumsquote im Jahr 2005 von 42,0 % steht eine entsprechende Quote in Frankreich von 57,3 % und in Großbritannien und Italien mit je 72,0 % entgegen. Spanien hat mit 87,0 % sogar eine mehr als doppelt so hohe Wohneigentumsquote, wie Deutschland¹⁴.

Häufig wird die im europäischen Maßstab unterdurchschnittliche Eigentumsquote bei Wohnimmobilien eher als Nachteil betrachtet und politische Entscheidungen zielen auf eine Erhöhung des Anteils an Wohneigentum. Zu nennen wären beispielsweise die Wohnungsbauprämie bei Bausparverträgen oder seinerzeit die Einführung der

¹⁴ (Statista, 08.02.2011)

Eigenheimzulage, die die private Errichtung von selbstgenutztem Wohnraum fördern sollte.

Der vergleichsweise umfangreiche Markt für Mietobjekte birgt jedoch auch Vorteile. Haushalte, deren Einkommen unterdurchschnittlich ist, finden auf dem Mietwohnungsmarkt ausreichend Angebote an Mietwohnungen und sind so nicht darauf angewiesen, sich (auch über die eigenen wirtschaftlichen Verhältnisse hinaus) zu verschulden, um angemessenen Wohnraum zu finden. Gleiches gilt auch für Haushalte, die aus beruflichen oder persönlichen Gründen häufiger den Wohnort wechseln.

Im Gegensatz zu Staaten wie den USA oder Großbritannien entwickelte sich deshalb in Deutschland kein Subprime-Markt. Unter Subprime ist hier vor allem zu verstehen, dass das laufende Einkommen der Kreditnehmer nicht ausreicht, die Raten für einen Wohnungsbaukredit vollständig zu bedienen. Die Kreditvergabe erfolgt in solchen Fällen vor allem unter dem Gesichtspunkt, dass die als Sicherheit dienenden Objekte laufenden Wertsteigerungen unterliegen. Gerade diese Annahme erwies sich in den Jahren ab ca. 2006 als Trugschluss, was zur US-Amerikanischen Immobilienkrise und der daraus erwachsenden weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise führte.

Die über Jahre hinaus unterdurchschnittliche Eigentümerquote bei Wohnimmobilien in Deutschland hat damit auch einen stabilisierenden Charakter. Es finden sich attraktive Alternativen zum Eigenheim oder der Eigentumswohnung auf dem soliden und in der Regel gut funktionierenden Mietmarkt. Seinen Ausdruck findet diese Entwicklung in der Preisentwicklung von Immobilien¹⁵:

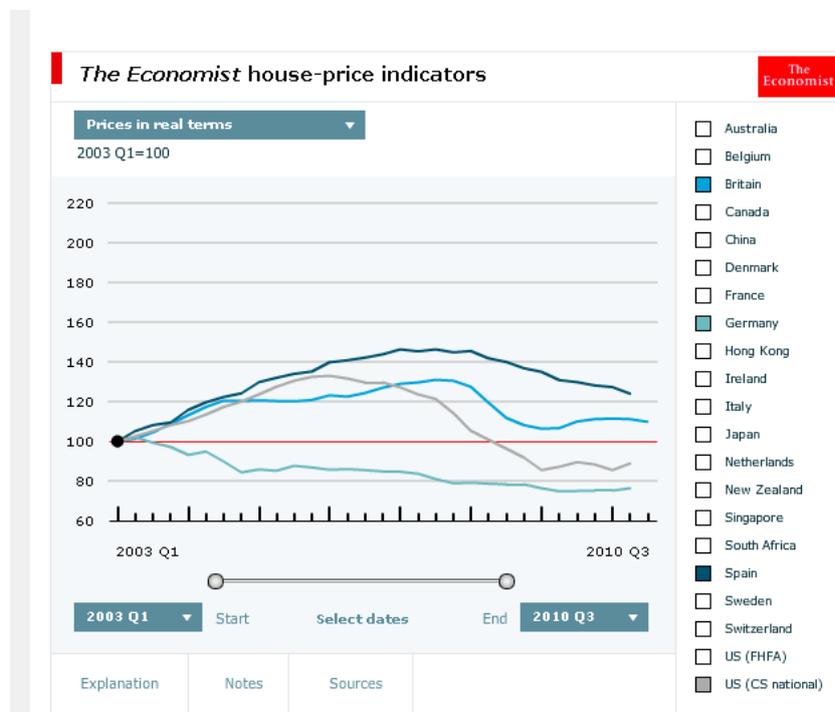


Abbildung 2: Hauspreisentwicklung in versch. Staaten

¹⁵ (Economist (The), 08.02.2011)

Die Hauspreise in Deutschland haben sich entsprechend der obigen Statistik des Economist seit 2003 kontinuierlich, jedoch maßvoll nach unten entwickelt. In der gleichen Zeit kam es in einigen Ländern Europas (insbes. Spanien und Großbritannien) sowie in den USA zu teilweise exorbitanten Preissteigerungen. Das Platzen der Blase führte in den USA zu einem Rückgang der durchschnittlichen Hauspreise um etwa 30 Prozentpunkte innerhalb eines guten Jahres (2007 auf 2008)¹⁶. Ähnlich, wenn auch nicht ganz so stark, verlief die Entwicklung in Großbritannien und in Spanien.

Somit kann festgestellt werden: Die für Anleger ungünstige Entwicklung der Immobilienpreise in Deutschland hat verhindert, dass sich eine Preisblase bilden konnte, die anschließend zu starkem Preisverfall geführt hätte.

Zu klären ist noch, inwieweit die durchschnittliche Rückentwicklung der Preise auf dem deutschen Immobilienmarkt alle wesentlichen Segmente betrifft oder ob sie das Ergebnis unterschiedlicher Entwicklungen in einzelnen Bereichen ist. Dazu ist zunächst zu unterscheiden, ob es sich um

- Bestandsimmobilien oder um
- Neubauten

handelt. Die entsprechenden Daten zeigen, dass Bestandsimmobilien tatsächlich einen Wertverlust hinnehmen mussten. Im Zeitraum von Januar 2007 bis Dezember 2010 gab es einen Preisrückgang bei Wohnhäusern um 6,7 Prozent. Im gleichen Zeitraum stiegen die Preise für Neubauten aber um 5,6 Prozent. Eine ähnliche Ausbildung der Werte gab es auch bei Eigentumswohnungen¹⁷.

Diese Entwicklungen sind, wie bereits erwähnt, regional recht differenziert. Während in weniger attraktiven Lagen Wertverluste zu beobachten sind, steigt in Ballungsräumen der Wert von Immobilien überdurchschnittlich. Damit ist in Gegenden, die nicht deutlichen wirtschaftlichen und damit auch demographischen Problemen ausgesetzt sind, von weitgehend stabilen Preisen, ggf. mit einer Wertentwicklung etwa in Höhe der Inflationsraten auszugehen.

¹⁶ vgl. (Economist (The), 08.02.2011)

¹⁷ vgl. (Immobilienscout24, 08.02.2011)

3. Die Vermögens- und Kapitallage der Wohnungsgesellschaften

Die Daten, die den folgenden Abschnitten zugrundeliegen, wurden, soweit nicht anders zitiert, aus den im Internet¹⁸ veröffentlichten Jahresabschlüssen von insgesamt 42 Thüringer Wohnungsgesellschaften erhoben¹⁹. Bei den Werten, die sich auf alle deutschen Wohnungsunternehmen beziehen, handelt es sich um Daten aus der GdW-Statistik, also um Mitgliedsunternehmen des GdW. Der GdW ist die Dachorganisation von insgesamt 14 (Landes-) Verbänden und damit Spitzenverband der deutschen Wohnungswirtschaft. Die Mitgliedsverbände des GdW haben ca. 3.200 Wohnungsunternehmen als Mitglieder, die etwa 6 Millionen Wohnungen bewirtschaften²⁰. Das entspricht rund 2/3 der durch professionell-gewerbliche Anbieter an den Markt gebrachten Wohnungen. Die Daten können damit als repräsentativ angesehen werden.

3.1 Spezifika der Vermögenssituation

3.1.1 Grundlegendes

Ein erster Überblick über die wirtschaftliche Tätigkeit der Wohnungsgesellschaften lässt vermuten, dass sich in einigen Bereichen Unterschiede zu den üblichen Strukturen von Bilanzen der Unternehmen der verarbeitenden Wirtschaft finden werden. Im Einzelnen sollen die folgenden Annahmen überprüft und verifiziert werden:

- Der Anteil der Sachanlagen liegt deutlich über dem Durchschnitt aller Wirtschaftszweige.
- Das Umlaufvermögen hat im Vergleich zu den anderen Wirtschaftszweigen nur geringe Anteile.
- Innerhalb des Umlaufvermögens sind die Vorräte deutlich niedriger, als in der übrigen Wirtschaft.
- Der Forderungsbestand ist ebenfalls unterdurchschnittlich. Die Ausfälle von Mietforderungen sind im Zeitablauf relativ konstant.
- Die vorhandenen liquiden Mittel sind, bezogen auf die Bilanzsummen, relativ gering.

¹⁸ vgl. (Bundesanzeiger, 2010)

¹⁹ Eine Auflistung der Gesellschaften findet sich im Anhang.

²⁰ vgl. (GdW, 2011)

3.1.2 Anlagevermögen

Die deutschen Unternehmen weisen im Durchschnitt etwa 20 Prozent ihres Gesamtvermögens (Bilanzsumme) als Anlagevermögen aus²¹. Die durchschnittliche Anlageintensität²² der Wohnungsunternehmen (GdW) betrug zum gleichen Zeitpunkt etwa das Vierfache, nämlich 84,9 %²³. Bei den untersuchten Thüringer Unternehmen ergibt sich ein noch etwas höherer Wert von ca. 90 %. Der Grund für diese hohe Anlageintensität ist leicht nachvollziehbar: Geschäftsgrundlage für Wohnungsgesellschaften sind vermietete Immobilien, die mit einer durchschnittlichen Nutzungsdauer von 50 Jahren das Hauptvermögen der Gesellschaften darstellen.

Der hohe Anteil der Sachanlagen zieht eine langfristige Kapitalbindung nach sich, was wiederum zur Folge hat, dass die Möglichkeit, eventuelle Liquiditätsengpässe durch den Verkauf von Vermögen zu überwinden, kaum vorhanden ist. Demzufolge hat die fristenkongruente Finanzierung bei Wohnungsgesellschaften einen hohen Stellenwert.

Immaterielle Vermögensgegenstände und Finanzanlagen spielen lediglich eine untergeordnete Rolle und werden deshalb nicht separat betrachtet.

3.1.3 Umlaufvermögen

Beim Umlaufvermögen zu nennen wären insbesondere Vorräte, unfertige Leistungen, die Forderungen und die liquiden Mittel. Das Umlaufvermögen der Wohnungsunternehmen umfasst folgerichtig nur einen geringen Anteil am Gesamtvermögen.

Zu den Vorräten gehören u.a. zum Verkauf bestimmte Grundstücke. Sie werden in aller Regel zu den Anschaffungskosten bewertet. Da die hier betrachteten Wohnungsunternehmen zu den „Bestandshaltern“ gehören und dieser Posten nur auftritt, wenn auch tatsächlich Teile des Bestandes verkauft werden sollen, wäre in diesem Falle eine Einzelbetrachtung erforderlich. Vorräte an Material beziehen sich lediglich auf den Verwaltungsbereich und sind im Vergleich zu den Immobilien nicht wertintensiv. Insgesamt ist der Wert der Vorräte mit einem Anteil von etwa 3,5 Prozent an der Bilanzsumme aller untersuchten Thüringer Unternehmen überschaubar.

Eine Sonderstellung nehmen die unfertigen Leistungen ein. Sie beinhalten vor allem noch nicht fertiggestellte Bauten auf Grundstücken der Gesellschaften. Seltener, aber auch möglich, sind bei Erbpachtverträgen unfertige Bauten auf Grundstücken Dritter. Vor allem bei größeren Bauvorhaben können sie auch einen relevanten Teil des Umlaufvermögens umfassen.

Die eigentliche Leistung der Wohnungsgesellschaften ist das Vermieten von Wohnraum, nicht vordergründig das Errichten. Demzufolge werden diese unfertigen Leistungen später nicht zu abgesetzten Leistungen und damit zu Umsatz, sondern wer-

²¹ vgl. (Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Januar, 2009) Seite 50 ff

²² Anlageintensität = Anlagevermögen/Bilanzsumme x 100

²³ vgl. (GdW, 2009) Seite 156

den nach Fertigstellung dem Anlagevermögen zugeschlagen. Aus diesem Gesichtspunkt wäre es wahrscheinlich sinnvoller, angefangene Bauten wirtschaftlich dem Anlagevermögen zuzuordnen.

Die Investitionstätigkeit der Wohnungsgesellschaften ging in den vergangenen Jahren tendenziell zurück, insbesondere die Investitionen in den Neubau:

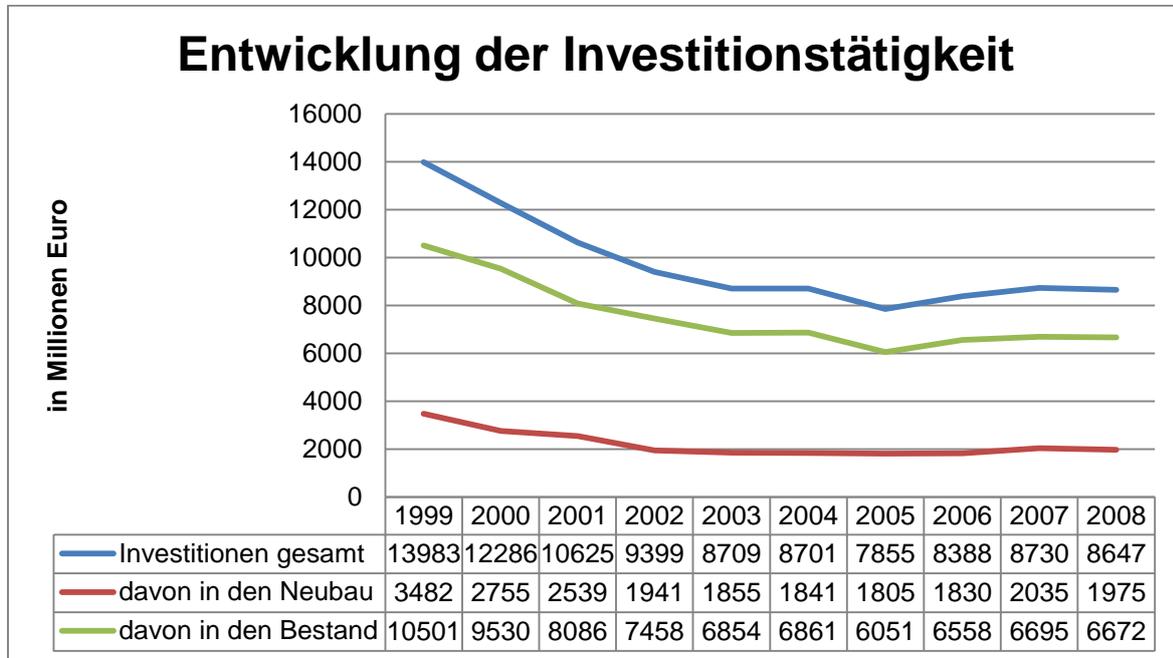


Abbildung 3: Entwicklung der Investitionstätigkeit (GdW-Unternehmen)

Quelle: (GdW, 2009), Seite 136

Bezüglich der Bilanzrelationen sind aufgrund dessen die Vorräte an unfertigen Leistungen im Durchschnitt der Gesamtheit der Unternehmen vernachlässigbar gering. Für das einzelne Unternehmen können sie jedoch relevante Relationen erreichen, so dass die Investitionstätigkeit im Zusammenhang mit der Steuerung der Liquidität und unter Risikoaspekten in den jeweiligen Gesellschaften sehr wohl zu betrachten ist.

Die Forderungen aus der Geschäftstätigkeit sind auffallend niedrig. Sie betragen bei den Thüringer Unternehmen nicht einmal ein halbes Prozent der Bilanzsumme. Das lässt vermuten, dass die regelmäßigen Einnahmen aus Vermietung und damit der überwiegende Teil des Umsatzes in der Regel fristgerecht erfolgen. Da bei Mieten grundsätzlich keine Zahlungsziele eingeräumt werden, entstehen Forderungen lediglich über nicht oder zu spät gezahlte Mieten (Mietschulden).

Die relative Konstanz der Einnahmen sollte jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass es auch Forderungsausfälle gibt. Die Mietausfälle der GdW-Unternehmen betragen im Jahr 2008 insgesamt 1.113,9 Millionen Euro (davon Thüringen: 80,0 Mio. Euro), die Höhe der Mietschulden zum gleichen Zeitpunkt 542,8 (Thüringen 41,6) Mio. Euro²⁴. Bezogen auf die Sollmiete (netto kalt) entsprach das folgenden Quoten:

²⁴ vgl. (GdW, 2009) Seite 143

	Mietausfälle (% der Sollmie- te)	Mietschulden (% der Sollmie- te)
Deutschland	6,48	2,98
Thüringen	10,70	5,43

Tabelle 1: Mietausfälle

Quelle: (GdW, 2009) Seite 144

Mietausfälle entstehen einerseits durch nicht oder verspätet gezahlte Mieten, aber andererseits auch durch Leerstände infolge von Nichtvermietbarkeit, Sanierungsmaßnahmen usw. und durch Mietkürzungen. Mietschulden sind demnach ein Teil der Mietausfälle. Sie treten dann auf, wenn für ein vermietetes Objekt keine oder verringerte Miete gezahlt wird. Als Forderungsausfall sind also nur die Mietschulden zu betrachten – für den übersteigenden Teil (Leerstände usw.) sind ja keine Forderungen entstanden. Wirtschaftlich sind die Auswirkungen auf die Wohnungsgesellschaft jedoch annähernd gleich.

Auffallend ist, dass die Mietausfallquote in den neuen Bundesländern etwa das 2,5 fache der Quote in den alte Bundesländern beträgt, wobei Sachsen-Anhalt mit dem 3,6 fachen noch besonders herausragt. Begründet werden kann das durch überdurchschnittlich hohe Leerstände.

Die Bestände an liquiden Mitteln werden später im Rahmen der Risikoanalyse noch genauer betrachtet. Mit 5,62 % der Bilanzsumme liegen sie bei den Thüringer Unternehmen unter dem bundesweiten Durchschnitt aller Wirtschaftszweige von ca. 7 Prozent²⁵).

3.2 Spezifika der Kapitalstruktur

Bei der Analyse der Kapitalstruktur ist anzunehmen, dass die Eigenkapitalquote²⁶ über dem Durchschnitt der verarbeitenden Industrie und auch über dem Durchschnitt aller Wirtschaftszweige liegen sollte. Begründet ist das in der hohen Anlageintensität, die bei Beachtung der „Goldenen Bilanzregel“ eine langfristige Finanzierung erforderlich macht.

Genauer betrachtet werden dann die Fremdfinanzierungsquellen, die bei verändertem wirtschaftlichen Umfeld zu erhöhten Risikopotentialen führen können.

²⁵ vgl. (Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Januar, 2009) Seite 44

²⁶ Eigenkapitalquote = Eigenkapital/Bilanzsumme x 100

3.2.1 Eigenkapital

Eigenkapital und Eigenmittel sind nicht unbedingt identisch. In dieser Untersuchung wird als „Eigenkapital“ das bilanzielle Eigenkapital in Form von je nach Rechtsform unterschiedlich bezeichnetem Stammkapital (Gezeichnetes Kapital, Grundkapital, Genossenschaftsanteile) und von Rücklagen gesehen. Der GdW verwendet in seinen Statistiken den leicht variierten Begriff der „Eigenmittel“. Sie setzen sich zusammen aus

- Eigenkapital
- + Rückstellungen für Bauinstandhaltung
- + (Sonderposten mit Rücklageanteil – Sonderposten für Investitionszulagen) x 0,5
- + Sonderposten für Investitionszulagen.

Für die hier zu treffenden allgemeinen Aussagen kann man diese Korrekturposten vernachlässigen.

Die Eigenkapitalquoten der deutschen Unternehmen haben sich in den letzten Jahren verbessert, weisen aber immer noch branchenspezifische Unterschiede auf. Für den Mittelstand werden als durchschnittliche Quote für das Jahr 2008 29,79 % (nach 20,54 % im Jahr 2004) angegeben, in der Bauindustrie liegt die Quote, in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße, zwischen 9 % und 13 %²⁷.

Der GdW nennt für das Jahr 2008 für seine Mitgliedsunternehmen eine Eigenmittelquote von 33,3 %²⁸. Bereits dabei fällt auf, dass die Quote der Gesellschaften aus den neuen Bundesländern mit 39,3 % eindeutig über der der alte Bundesländer (29,5 %) liegt. Das Bild in Thüringen wird noch deutlicher: Die durchschnittliche Eigenkapitalquote der analysierten Unternehmen liegt bei etwa 45 %. Der vtw (Verband Thüringer Wohnungs- und Immobilienwirtschaft e.V., Mitgliedsverband des GdW), gibt in seinem Betriebsvergleich 2010 für die Thüringer Wohnungsgenossenschaften eine Eigenkapitalquote (im Jahr 2009) von durchschnittlich 47,8 % an, wobei die Bandbreite allerdings von 9,3 % bis zu 93,3 % reicht²⁹. Geschuldet ist dieser hohe Ausweis zumeist nicht in der Vergangenheit erwirtschafteten Gewinnen, sondern der Bildung von Rücklagen gemäß § 27 DMBilG aus der Neufestsetzung des Eigenkapitals³⁰.

Die Annahme eines überdurchschnittlich hohen Eigenkapitalanteils kann also bestätigt werden. Keine Aussage kann an dieser Stelle darüber getroffen werden, welche Vermögensgegenstände damit finanziert wurden bzw. in welcher Höhe liquide Mittel vorliegen.

²⁷ vgl. (Statista, 11.02.2011)

²⁸ vgl. (GdW, 2010 b) Seite 147

²⁹ vgl. (vtw, 2010) Seite 17

³⁰ (D-Markbilanzgesetz (DMBilG)) § 27

3.2.2 Fremdkapital

Es ist anzunehmen, dass das Fremdkapital in hohem Maße aus Bankkrediten besteht. Alternative Finanzierungsformen wie Anleihefinanzierungen u.ä. sind selten anzutreffen. Rückstellungen werden nur in vernachlässigbar kleinem Umfang ausgewiesen.

Obwohl die Finanzierung über den Kapitalmarkt für die hier untersuchten Gesellschaften kaum relevant ist, befasste sich der GdW mit dem Instrument der Inhaberschuldverschreibungen genauer³¹. Insbesondere unter dem Aspekt, von Mitgliedern der Genossenschaft im Rahmen von Inhaberschuldverschreibungen Kapital einzusammeln, wurden besonders die rechtlichen Perspektiven und Anforderungen an eine solche Finanzierungsquelle betrachtet. Insofern handelt es sich dabei nicht um den allgemeinen Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle, sondern um eine Sonderform, in der die Eigentümer der Gesellschaft (Mitglieder der Genossenschaft) ihrer Gesellschaft Kapital in Form von Fremdkapital zur Verfügung stellen. Auf diese Weise sollen neue Spielräume für die Finanzierung geschaffen werden. Einem internen Schreiben des Prüfungsverbandes der Thüringer Wohnungsunternehmen e.V. aus dem Jahr 2010 ist jedoch zu entnehmen, dass die Wohnungsgenossenschaft, die diese Form der Finanzierung ins Auge gefasst hatte, Ihren Antrag auf Billigung durch die BaFin vor dem abschließenden Entscheid aus internen Gründen wieder zurückgezogen hat.

Auch die Beschaffung von Kapital durch genossenschaftliche Spareinrichtungen wird als Alternative genutzt. Auf diese Möglichkeit wird später noch eingegangen.

Für die fristenkongruente Finanzierung bedeutsam ist das langfristige Fremdkapital. Der GdW zeigt dabei folgende Entwicklung auf (alle Unternehmen des GdW):

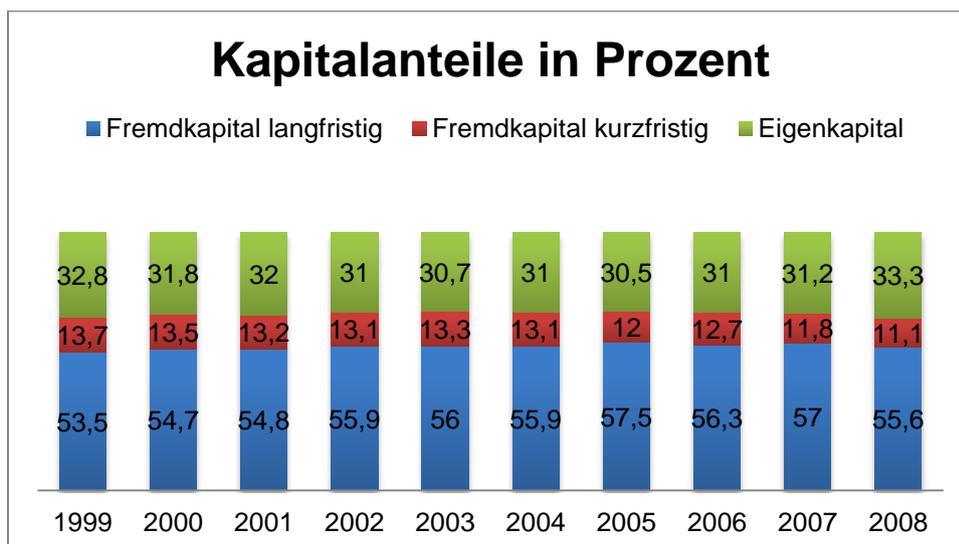


Abbildung 4: Kapitalanteile in Prozent

Quelle: (GdW, 2010 a) Seiten 147, 150

³¹ vgl. (GdW, 2010 c)

Die Schwankungen im Zeitablauf sind gering. Mit deutlich über 50 % (langfristig) bzw. über 65 % (Fremdkapital gesamt) ist die Verschuldung der Wohnungsgesellschaften immer noch erheblich. Bei den Thüringischen Gesellschaften betragen die langfristigen Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten im Jahr 2009 ca. 47 Prozent der Bilanzsumme.

3.3 Gesichtspunkte zur Abwägung eines optimalen Verschuldungsgrades

Zu fragen ist, ob das Management einer Wohnungsgesellschaft willens und in der Lage ist, die Struktur des Kapitals zu steuern.

An dieser Stelle ist wieder die Differenzierung in die weiter vorn genannten Geschäftsmodelle *Händler* und *Bestandshalter* vorzunehmen. Sie unterscheiden sich in ihren Zielstellungen, aber auch in ihren Möglichkeiten.

Die finanzierungstheoretischen Modelle, inwieweit die Kapitalstruktur den Wert eines Unternehmens beeinflusst (Modigliani-Miller-Theorem, Kapitalstrukturtheorie nach Solomon)³² und ähnliche Modelle sind stark theoretisch orientiert. Auch beruhen die zugrundeliegenden Theorien zur optimalen Kapitalstruktur in der Regel auf Kapitalgesellschaften mit freiem Zugang zu den Kapitalmärkten. Diese modelltheoretischen Voraussetzungen treffen in signifikantem Maße lediglich auf global tätige Investoren, Real Estate Investment Trusts (REITS) und ähnlich gelagerte Immobilienunternehmen zu. Neben der generellen Möglichkeit der Steuerung der Kapitalstruktur haben diese Unternehmen als hauptsächliches Ziel ihres Investments eine Erhöhung der Performance, und das auch unter kurzfristigen Aspekten. Demzufolge werden sie wahrscheinlich auch versuchen, über die Kapitalstruktur die Wertentwicklung der Unternehmen zu beeinflussen, was hier in Anbetracht der Zielstellung der Untersuchung aber nicht weiter verfolgt werden soll.

Auf die untersuchten Wohnungsgesellschaften in Form der „Bestandshalter“ treffen die erforderlichen Voraussetzungen nur ansatzweise zu. Demzufolge soll in diesem Kapitel vor allem überlegt werden, inwieweit praktische Ansatzpunkte zu erkennen sind.

Unter unternehmerischen Gesichtspunkten ist davon auszugehen, dass auch das Management einer (hier den Bestandshaltern zugeordneten) Wohnungsgesellschaft alle Möglichkeiten ergreifen sollte, den Wert des Unternehmens langfristig zu sichern bzw. zu steigern. Zu hinterfragen ist allerdings, ob und in welchem Maße die Möglichkeiten dazu bestehen.

Zu den generellen Zielstellungen:

Bei den „Bestandshaltern“, die in dieser Untersuchung im Fokus stehen, spielen neben der (kurzfristigen) Steigerung der Rendite auch andere Entscheidungsfaktoren eine Rolle. Einbezogen in das Kalkül werden u.a. solche Zielvorstellungen wie sozia-

³² zu diesen Theorien siehe (Modigliani, et al., 1958; Solomon, 1963)

le Verantwortung, Wahrung des Vermögens der Kommune oder der Genossenschaft usw. bis hin zu bilanzstrukturellen Vorgaben. Solcherart durch die Eigentümer vorgegebene oder satzungsmäßige Rahmenbedingungen sind grundsätzlich einzuhalten, was ggf. mit dem Ziel schneller Renditesteigerungen kollidiert. Unter dem Gesichtspunkt langfristiger Sicherheit wird also unter bestimmten Umständen auf Steigerungsmöglichkeiten der Rendite bewusst verzichtet.

Mögliche Abwägungen:

Natürlich werden Entscheidungen zur langfristigen Kapitalstruktur getroffen. Zu erwarten ist, dass die Verschuldung einer Wohnungsgesellschaft das Ergebnis von Abwägungen ist (Trade-off-Theorie). Solche Überlegungen könnten sein:

- Für eine höhere Verschuldung spricht das Vermeiden von Steuern durch das Gegenrechnen von Zinsaufwendungen und das Ausnutzen des Leverage-Effektes. Besonders in Phasen niedriger Zinsen scheint die Aufnahme von Fremdkapital demzufolge sinnvoll.

Fremdkapitalaufnahme ist jedoch nur bis zu einem bestimmten Maß möglich und wird von gegenläufigen Auswirkungen der Fremdfinanzierung eingeeengt:

- Mit steigendem Verschuldungsgrad steigt in letzter Konsequenz das Insolvenzrisiko. Vertragliche Zins- und Tilgungsleistungen müssen unabhängig von der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens erbracht werden. Damit wird mit höherem Fremdkapitalanteil die Abhängigkeit von makroökonomischen Schocks (wie der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise) immer stärker.
- Die Diskrepanz zwischen dem langfristigen Investitionshorizont und den mittelfristigen Kreditlaufzeiten erhöht die Gefahr der Illiquidität durch fehlende oder unpassende Anschlussfinanzierungen.
- Mit höherer Verschuldung steigt die Gefahr, dass künftige Gewinne in Form von Zinsen an die Fremdkapitalgeber abgeführt werden müssen. Letztlich ist die Thesaurierung von Gewinnen die „billigste“ Kapitalquelle. Das setzt allerdings voraus, dass auch Gewinne erwirtschaftet werden.

Aus der Einschätzung dieser Gesichtspunkte wird sich das Management für eine „Zielverschuldung“ entscheiden.

Einschränkung des Spielraums durch mögliche Fremdkapitalquellen:

Aufgrund der Größe der hier untersuchten Gesellschaften ist der freie und sinnvolle Zugang zum Kapitalmarkt von vornherein kaum gegeben. Damit bleiben als Finanzierungsquelle die Bankkredite (bei Genossenschaften daneben ggf. die Finanzierung über eine genossenschaftliche Spareirichtung) als einzige sinnvolle Alternative. Bei der Finanzierung über Bankkredite ist in aller Regel der Entscheidungsspielraum des Managements der Wohnungsgesellschaft stark eingeschränkt. So hat das Management im Wesentlichen diese Wahlmöglichkeiten:

- Gestaltung eines günstigen Portfolios aus Fremdkapitalquellen, die die Entscheidungsfreiheit des Managements nicht über Gebühr beschränken.
- Optimierung der Zinsbelastungen und der sonstigen Kreditkonditionen (u.a. Sicherheitenmanagement).
- Optimierung der Prolongationstermine.
- Ergänzung der Bankkredite durch flankierende Maßnahmen (u.a. Sale-and-lease-back).
- Optimierung der Ausschüttungs- bzw. Thesaurierungspolitik.

Eine aktive Steuerung der Kapitalstruktur ist bei Wohnungsgesellschaften der hier betrachteten Größenordnung kaum möglich. Sinnvoll ist jedoch, die Finanzierung unter Risikoaspekten zu betrachten und unter diesem Gesichtspunkt zu steuern.

4. Risikobewertung

4.1 Identifikation der relevanten Risiken

4.1.1 Ausgangspunkt der Überlegungen

Das bekannte „Anlegerdreieck“ bringt zum Ausdruck, dass die Renditeerwartungen einer Investition negativ korreliert sind mit den Einflussfaktoren „Sicherheit“ und „Liquidität“. Vereinfacht ausgedrückt heißt das, dass besonders sichere Investitionen mit geringer Renditeerwartung verbunden sind, resp. dass bei unsicheren Investitionen ein Risikoaufschlag auf die durchschnittliche Rendite risikoloser Anlagen erwartet werden kann. Andererseits gilt: Je länger man auf sein Kapital verzichtet, d.h., je länger der Anlagehorizont ist, desto höher ist im Regelfall die zu erwartende Rendite.

Auf Investments in Immobilien bezogen bedeutet das, dass aufgrund der langfristigen Kapitalbindung von rund 50 Jahren eigentlich überdurchschnittliche Renditen zu erwarten sein sollten. Ein einfacher Vergleich der Renditen am Kapitalmarkt und der Renditen im gewerblichen Vermietungsbereich macht aber etwas anderes deutlich:

So rentierten 30 jährige Bundesanleihen am 11.02.2011 mit 3,76 %³³, eine mit einem deutlichen Risikoaufschlag verbundene 5 jährige Anleihe Spaniens mit 4,54 %³⁴. Im Gegensatz zu diesen kapitalmarktorientierten Renditen stehen die Renditewerte der Wohnungsgesellschaften: Die durchschnittliche Gesamtkapitalrentabilität der GdW-Unternehmen entwickelte sich in den vergangenen Jahren wie folgt:

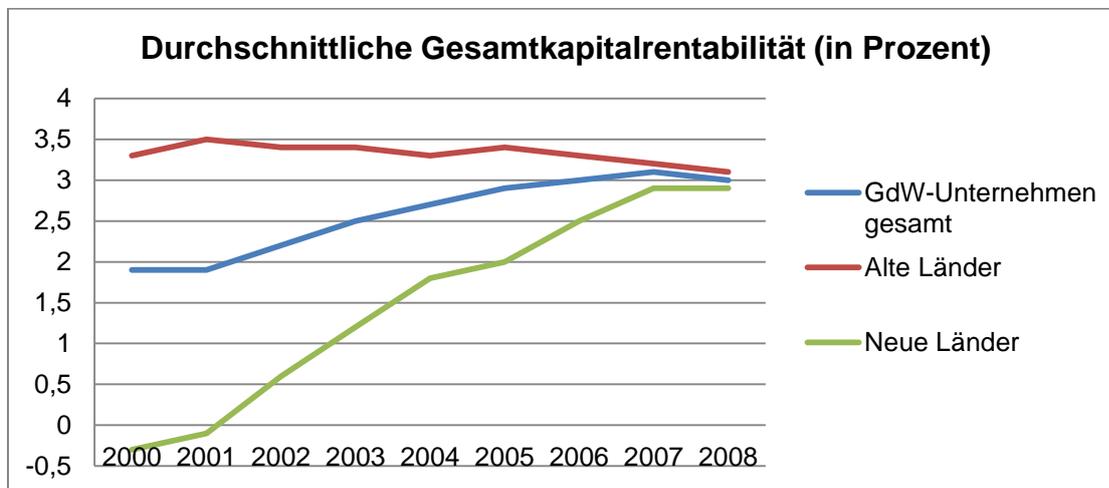


Abbildung 5: Gesamtkapitalrentabilität

Quelle: (GdW, 2010 a) Seite 143

Nach historisch bedingten großen Unterschieden zwischen den alten und den neuen Bundesländern in den 1990er Jahren nähert sich die Durchschnittsrendite einem Wert von etwa 3 Prozent an und liegt damit noch unter dem als risikolos eingestuftem Zinssatz der 30 jährigen Bundesanleihen. Der Anlagehorizont von 30 Jahren ist in

³³ (Börse Stuttgart, 12.02.2011)

³⁴ (Godmode Trader, 12.02.2011)

etwa mit der durchschnittlichen Restlebensdauer von Immobilien im Besitz der untersuchten Unternehmen vergleichbar. Exakte Daten zu dieser Restlebensdauer liegen nicht vor. Ein Anhaltspunkt für die obige Annahme könnten die Angaben des GdW zum Baulter der bewirtschafteten Immobilien sein:

Baujahr von – bis	Anteil am Bestand in Prozent ³⁵
- 1948	15
1949 – 1959	19
1960 – 1970	26
1971 – 1980	19
1981 – 1990	15
1991 –	7

Tabelle 2: Wohnungsbestand nach Baulter

Quelle: (GdW, 2010 a), Seite 113

Die in Abbildung 5 dargestellte Gesamtkapitalrentabilität ist der gewogene Durchschnitt aus aufgenommene Fremdmittel zu zahlende Zinsen und der Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital. Inwieweit Unterschiede in der Kapitalstruktur und den Finanzierungsbedingungen ursächlich für unterschiedliche Entwicklungen in den alten und neuen Bundesländern waren, wird an dieser Stelle nicht analysiert.

Nimmt man die oben genannten Zusammenhänge zwischen Rendite, Risiko und Liquidität als gegeben an, kann man schlussfolgern:

- Die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer bei Immobilien ist im Vergleich zur verarbeitenden Wirtschaft überdurchschnittlich lang.
- Die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital ist im Gegensatz dazu relativ niedrig.
- Es ist anzunehmen, dass Finanzinvestoren niedrige Rendite nicht akzeptieren würden. Für als „Händler“ eingestufte Immobilienunternehmen gelten damit andere Maßstäbe³⁶. Bei offenen Immobilienfonds werden in Deutschland Renditen von etwa 5,5-6,0 % zugrundegelegt³⁷. Bei der Ausschüttungsrendite (ohne Kursveränderungen) deutscher REITs (G-Reits) erwartet man gemeinhin Werte, die 150-250 Basispunkte über der Rendite von deutschen Staatsanleihen mit 10 jähriger Restlaufzeit liegen.
- Damit wird die Investition von Wohnungsgesellschaften in Immobilien als überdurchschnittlich sicheres Investment empfunden, ansonsten würden rati-

³⁵ Summendifferenz durch Rundungen

³⁶ Ein Beispiel für die Interessenkollisionen zwischen langfristig orientierten Gesellschaften und den Renditeerwartungen von Finanzinvestoren sind die Vorgänge um die Wohnungsbestände der Stadt Dresden, die an die GAGFAH S.A. verkauft wurden. Der Hauptaktionär Fortress Investment Group LLC erwartet augenscheinlich höhere Renditen, was mit der beim Verkauf vereinbarten Sozialcharta kollidiert. vgl. u.a. (Schwaldt) und (Stadt Dresden verklagt Immobilienkonzern Gagfah)

³⁷ vgl. z.B. (Raggamby, 2011)

onal denkende Investoren dieses Investment meiden. Begründet ist das u.a. in einem Renditeverzicht zugunsten anderer nichtmonetärer Ziele.

- Selbstverständlich ist auch in Betracht zu ziehen, dass Finanzinvestoren künftige Renditechancen falsch eingeschätzt haben. Darauf deuten diverse Verkäufe und Umstrukturierungen in den letzten Monaten hin. Für die vorliegende Schrift sind die Zielstellungen von Finanzinvestoren aber nur von sekundärem Interesse, da sich die Untersuchung vor allem den „Bestandshaltern“ zuwendet.

Hier gilt es nun der Frage nachzugehen, ob diese Sicherheit tatsächlich besteht. Anderenfalls könnten auf den Wohnungsmarkt einwirkende externe Faktoren oder der Finanzierungsstruktur inwohnende Risiken zu einer Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage führen. Zumindest sollte man diese potentiellen Risiken erkennen und Strategien zu ihrer Vermeidung oder aber zur Minderung der Folgen entwickeln.

Die herrschende Meinung geht von zwei riskanten Faktoren aus, nämlich der

- demographischen Entwicklung und der
- Finanzierungsstruktur der Immobiliengesellschaften.

4.1.2 Risiken aus der demographische Entwicklung

4.1.2.1 Annahmen zur demographischen Entwicklung

Zunächst ist zu fragen, ob der prognostizierte Bevölkerungsrückgang in Deutschland auch eintreten wird.

Die Bevölkerungsentwicklung lässt sich relativ zuverlässig vorausberechnen. So lang keine gravierenden strukturellen Umbrüche stattfinden, sind demographische Prozesse von einer gewissen Trägheit geprägt. Solcherart Umbrüche (Kriege, grundlegende politische Wandlungen) sind für Deutschland aktuell nicht absehbar. Demzufolge ist davon auszugehen, dass die hier zugrundeliegenden Prognosen mit hinreichender Wahrscheinlichkeit auch eintreffen. In allen Veröffentlichungen wird aber auch darauf hingewiesen, dass die demographischen Verschiebungen regional in sehr unterschiedlichem Maße wirken werden. Dabei können gegenläufige Entwicklungen auch in regional sehr eng zusammenliegenden Räumen auftreten³⁸.

Grundsätzlich lassen sich folgende übergeordnete Trends ermitteln:

- Langfristig wird die Bevölkerungszahl in Deutschland deutlich abnehmen.
- Gleichzeitig wird der Altersdurchschnitt der Bevölkerung zunehmen. Die Relationen zwischen „jung“ und „alt“ verschieben sich zuungunsten der jungen Bevölkerungsgruppe.

³⁸ Eine sehr gründliche und umfassende Analyse und vor allem einen Ausblick bietet u.a. der Raumordnungsbericht des Bundesamtes für Bauwesen und Raumordnung. (Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung, 2005)

- Diese Entwicklungen sind regional stark differenziert. Zwischen den „guten“ und den „schlechten“ Regionen Deutschlands liegen bei einem Prognosefenster von 20 Jahren Differenzen von bis zu 40 Prozentpunkten³⁹.

In einer Studie zum gesellschaftlichen und demographischen Wandel schreibt der GDW: „So wird der Osten Deutschlands bis zum Jahr 2060 in viel stärkerem Maße vom Rückgang und der Alterung der Bevölkerung betroffen sein als der Westen: In den neuen Bundesländern werden 2060 rund 37 % weniger Menschen als im Jahr 2008 leben und 36 % von ihnen werden 65 Jahre und älter sein. Besonders schnell wird diese Entwicklung in den kommenden zwei Jahrzehnten voranschreiten: Bereits um 2030 wird die Bevölkerungszahl in den neuen Ländern um 15 % niedriger sein als heute und jeder dritte Einwohner wird 65 Jahre oder älter sein.“⁴⁰

Relevant für die Wohnungswirtschaft sind aber weniger die Bevölkerungszahlen, als die Anzahl der Haushalte. In den Jahren bis 2025 wird trotz des erwarteten Bevölkerungsrückgangs von ca. 2 % mit einem Zuwachs von bundesweit rund 2 Millionen Haushalten gerechnet⁴¹. Aber auch diese Entwicklung erfolgt mit großen regionalen Unterschieden. Einem Zuwachs der Haushalte in den alten Bundesländern von 8 % steht ein Rückgang in den neuen Bundesländern von 6,2 % gegenüber. Bis auf Berlin und Brandenburg, wo mit einem leichten Zugang bzw. mit Stagnation gerechnet wird, werden hier Rückgänge im zweistelligen Prozentbereich zu verzeichnen sein. Spitzenreiter ist Sachsen-Anhalt mit einem Minus von 14,1 %⁴². Allerdings ist auch innerhalb der Bundesländer von starken Differenzierungen auszugehen. (Das betrifft übrigens sowohl die neuen, als auch die alten Bundesländer.)

Mit einem moderaten Rückgang der Haushaltszahlen bundesweit ist erst ab 2025 zu rechnen.

Schwierig werden Entscheidungen auch deshalb, weil die Prognosen zur Bevölkerungsentwicklung regional sehr unterschiedlich ausfallen. Lässt sich einerseits die Gesamtentwicklung relativ genau bestimmen, ist andererseits mit starken regionalen Schwankungen und hinsichtlich der Treffgenauigkeit bei konkreten Wohnungsgesellschaften mit relativ hohen Unsicherheiten zu rechnen⁴³.

³⁹ vgl. (Just, 2011), Seite 1

⁴⁰ (GdW, 2010 a) Seite 28

⁴¹ vgl. (Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung , 2008) Seite 8

⁴² vgl. (GdW, 2010 a) Seite 32

⁴³ Ausführlich mit dieser Problematik befasst sich Tobias Just in einem Artikel der Deutsche Bank Research, vgl. (Just, 2011)

4.1.2.2 Mögliche Auswirkungen auf die Wohnungswirtschaft

Die so bezeichneten Risiken aus der demographischen Entwicklung haben zwei wesentliche Aspekte, die in den folgenden Thesen ihren Niederschlag finden:

a) Risiko erhöhter Aufwendungen:

Auf Grund der zunehmenden Verschiebung der Altersstruktur hin zu den über 65-Jährigen und zu den Hochbetagten (ab 80 Jahre) steigt die Nachfrage nach altersgerechtem Wohnraum bis hin zur Kopplung mit Pflegeleistungen. Um den Markt bedarfsgerecht bedienen zu können, sind zusätzliche Aufwendungen erforderlich.

b) Risiko verringerter Einnahmen:

Der erwartete Rückgang der Bevölkerung wird, wenn die sonstigen Bedingungen gleich bleiben, zu einem Nachfragerückgang nach Wohnungen und zu preislichen Verschiebungen hin zu preiswertem Wohnraum führen und so das Risiko sinkender Einnahmen der Wohnungsgesellschaften erhöhen.

Diese beiden Thesen sollen hier kurz betrachtet werden.

zu a) Risiko erhöhter Aufwendungen:

Ein permanenter Aufwandsposten sind die Aufwendungen für Sanierung und Modernisierung der Bestände. Der Wettbewerb auf dem Wohnungsmarkt wird in hohem Maße über den baulichen Zustand und die Ausstattung der Wohnungen geführt. Allerdings ist anzunehmen, dass ein Nachfragerückgang wegen demographischer Änderungen nicht durch bessere Wohnstandards komplett aufgefangen werden kann. Allerdings lassen sich auf diese Weise ggf. Wettbewerbsvorteile gegenüber regionalen Wettbewerbern erzielen. In welchem Maße genau investiert werden sollte ist abhängig von konkreten regional unterschiedlichen Verhältnissen und kann im Rahmen einer allgemeinen Abhandlung nicht erschöpfend dargestellt werden.

Strukturveränderungen auf dem Wohnungsmarkt erfordern in der Regel mehr Zeit, als in anderen Wirtschaftsbereichen. So sind auch die noch heute bestehenden Unterschiede zwischen Ost- und Westdeutschland erklärbar. Diese Unterschiede betreffen sowohl die Anzahl der Wohnungen je 1000 Einwohner, als auch die Wohnfläche je Einwohner, die mittlere Haushaltsgröße in Personen, den Anteil der Einpersonenhaushalte und weitere Kennzahlen⁴⁴.

Um, in Anbetracht der zunehmenden Überalterung, barrierefreien oder anderweitig altersgerechten Wohnraum zu schaffen, ist aber noch ein anderer Faktor in die Überlegungen einzubeziehen: Sind solche altengerechte Wohnungen überhaupt gefragt oder zieht es die Mehrheit vor, auch im Alter in der vertrauten Umgebung zu bleiben? Diese Frage ist eindeutig beantwortbar: Über 90 % der alten Menschen wohnen in ihrer angestammten Wohnung und wollen auch dort bleiben.

⁴⁴ vgl. (Just, 2010) Seite 4

Der Schwerpunkt der wohnungswirtschaftlichen Entscheidung wird also weniger im massiven Neubau altersgerechten Wohnraums liegen, sondern

- in Anpassungen im Bestand im Rahmen von Modernisierungs- und Umbaumaßnahmen und
- im Angebot individueller Services für die Mieter.

Solche Servicemaßnahmen könnten Einkaufsdienste, Pflegedienstleistungen, zusätzliche Sicherheitsmaßnahmen (Concierge-Modell) bis hin zur Verfügbarkeit ärztlicher Leistungen sein.

Hierbei handelt es sich allerdings nicht um Kernaufgaben eines Vermieters. Seine Aufgabe, auch in Hinsicht auf langfristige Mieterbindung, besteht vor allem in der Organisation solcher Dienste, die dann aus technischer und wirtschaftlicher Sicht in aller Regel an Fremdfirmen vergeben werden. Gegebenenfalls werden diese Firmen dazu auch Flächen in den Wohnobjekten anmieten.

Es kann also festgestellt werden:

Veränderungen hinsichtlich der Anforderungen an den Wohnraum vollziehen sich allmählich. Auch in der Vergangenheit hat es solche Veränderungen immer schon gegeben, man denke nur an die Wandlung der Standards im Sanitärbereich von Wohnungen. Im Rahmen langfristiger Modernisierungskonzepte kann gut darauf reagiert werden. Kurzfristige Kostenschocks sind also kaum zu erwarten.

Die inflationsbedingten Kostensteigerungen sind unabhängig von demographischen Verschiebungen. Ihnen kann in der Regel nur durch die rechtzeitige Bildung von Rücklagen aus Gewinnen begegnet werden. Selbstredend können Wohnungsgesellschaften, wie alle anderen Unternehmen auch, nur dann Rücklagen bilden, wenn auch Gewinne erwirtschaftet werden. Ist dies nicht der Fall, führen diese erhöhten Aufwendungen zwangsweise zu einem Verzehr von Eigenkapital, was in letzter Konsequenz das Insolvenzrisiko erhöht.

zu b) Risiko verringerter Einnahmen:

Es ist selbstverständlich, dass weniger Menschen auch weniger Wohnraum benötigen. Entscheidend sind die o.g. Entwicklungen der Haushaltszahlen, kann man doch davon ausgehen, dass in der Regel jeder Haushalt auch eine Wohnung benötigt.

In den neuen Bundesländern ist auf Grund von Abwanderungsverlusten auch heute schon die Zahl der Haushalte rückläufig. Die durchschnittliche Wohnungsgröße liegt bei rund 81 Prozent des Wertes der alte Bundesländer. Als einen Grund kann man die geringere Personenzahl pro Haushalt annehmen, bei der Wohnfläche je Einwohner kommt Ostdeutschland auf knapp 92 Prozent des Wertes der alte Bundesländer⁴⁵.

Demnach ist hier mit einem tatsächlichen Rückgang des Bedarfs an Wohnraum zu rechnen. Verschärfend käme noch hinzu, wenn die aktuell niedrigere Eigentumsquo-

⁴⁵ vgl. (Just, 2010) Seite 4

te zu einem forcierten Bau von Eigenheimen führte. Damit würden weitere Wohnungen in Mehrfamilienhäusern frei. Aktuell ist dieser Trend jedoch nicht zu erkennen. Gründe könnten sein, dass neben finanziellen Grenzen für den Erwerb von Wohneigentum die Abwanderungsverluste in andere Bundesländer den Wegzug aufs Land dominieren.

Wegen des immobilen Charakters von Wohnungen steht den Wohnungsgesellschaften bei drohendem Leerstand zunächst als einzige Maßnahme die Reduzierung der verlangten Mieten zur Verfügung. Der andere Weg, nämlich die Erhöhung der Wohnstandards, ist wiederum an finanzielle Aufwendungen gekoppelt

Die Wohnungsgesellschaften sind diesem Trend mit staatlich unterstützten Abrissprogrammen („Stadtumbau Ost“) begegnet, bei denen nicht marktfähige Immobilien abgerissen wurden. Während die Abgänge durch Abriss in den alte Bundesländern relativ gering waren (0,1-0,2 % des eigenen Bestandes), betrug die Quote in den neuen Bundesländern in den Jahren ab 2003 ständig mehr als 1 % des eigenen Bestandes. In den Jahren 2004 und 2005 lag sie sogar bei nahe 2 %⁴⁶. Noch deutlicher wird das Missverhältnis, wenn man die absolute Zahl der abgerissenen Wohnungen und die im gleichen Zeitraum fertiggestellten Wohnungen gegenüberstellt.

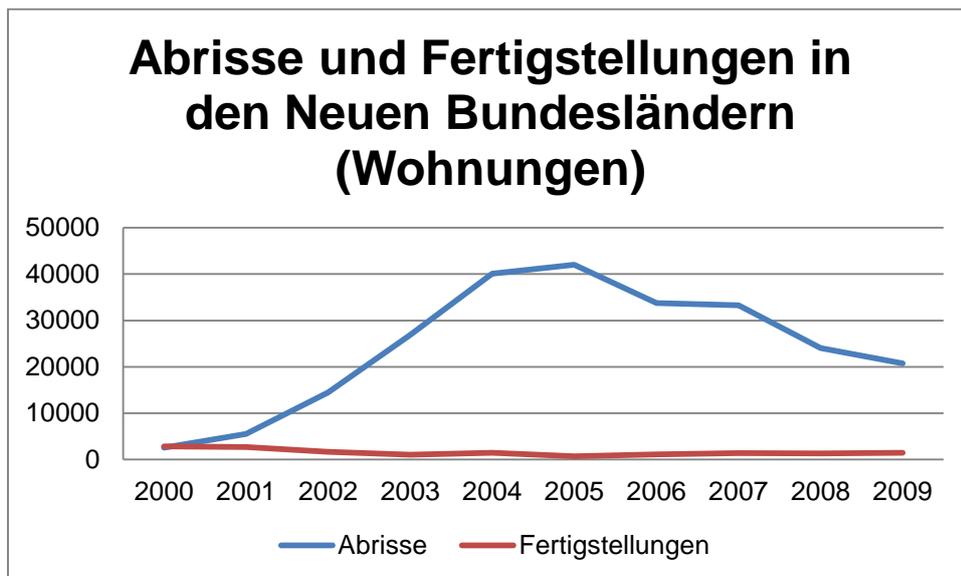


Abbildung 6: Abrisse/Fertigstellungen

Quelle: (GdW, 2010 b) Seiten 130 und 140

Es ist unbestritten, dass der Abriss die Folge nicht marktgerechter und zu umfangreicher Angebote war und ist. Nur auf diese Weise ist es möglich, bei sinkender Haushaltszahl die Leerstände in wirtschaftlich erträglichem Rahmen zu halten.

Bevor man voreilige Schlussfolgerungen zieht, sollte man jedoch die teilweise deutlichen regionalen Unterschiede beachten. Die demographischen Trends setzen den Wohnungsmarkt nicht überall in gleichem Maße unter Druck. In wachstumsstarken

⁴⁶ vgl. (GdW, 2010 b) Seite 141

Regionen ist auf absehbare Zeit auch weiterhin mit einer steigenden Nachfrage nach Wohnraum zu rechnen. In strukturschwachen Regionen wird der Wegzug von junger kaufkraftstarker Bevölkerung den Wohnungsmarkt jedoch erheblich belasten.

4.1.2.3 Zusammenfassende Einschätzung zu demographischen Auswirkungen

Immobilien sind ortsgebunden. Änderungen des Marktumfeldes, wie sie z.B. der Bevölkerungsrückgang darstellt, lassen sich nicht durch Ausgleichsmechanismen, wie sie auf den Märkten für bewegliche Produkte oder Dienstleistungen oder gar im Finanzsektor möglich sind, kompensieren.

Demzufolge ist es Aufgabe jeder einzelnen Wohnungsgesellschaft, genau zu analysieren, wie sich die Situation an ihren Standorten darstellt und voraussichtlich entwickeln wird. Das Angebot an Arbeitsplätzen, die damit verbundene Kaufkraft der Einwohner, Kulturangebot und allgemeine Lebensqualität sind nach wie vor entscheidende Kriterien für die weitere Entwicklung am Immobilienmarkt.

Spannungen auf dem Wohnimmobilienmarkt werden zunächst durch Nachfrageänderungen ausgelöst. Das gilt sowohl für steigende, als auch für sinkende Nachfrage. Charakteristisch ist, dass das Angebot mit teilweise deutlichen zeitlichen Verzögerungen auf diese Nachfrageänderungen reagiert. Bei steigender Nachfrage werden sich aufgrund des Mechanismus von Angebot und Nachfrage zunächst die Preise erhöhen. Mit einem zeitlichen Verzug wird das Angebot angepasst. Dieser Verzug resultiert aus verschiedenen Faktoren. Zu nennen wäre hier der erforderliche Zeitrahmen für die Planung, für Genehmigungen, für die Darstellung der Finanzierung und letztlich für die Baumaßnahme selbst. Sobald das Angebot wieder der Nachfrage entspricht, werden sich die Preise tendenziell dem fundamental gerechtfertigten Niveau wieder annähern.

Gleiches gilt, mit umgekehrten Vorzeichen, auch für nachlassende Nachfrage, wie sie beispielsweise durch demographische Änderungen ausgelöst wird. Auch hier wird es einen gewissen Zeitraum in Anspruch nehmen, bis sich der Markt der sinkenden Nachfrage wieder angepasst hat.

Diese Mechanismen gelten übrigens nicht nur für Immobilienpreise, sondern in ähnlicher Form auch für Mieten und damit die Haupteinnahmequelle von Wohnungsgesellschaften. Die Vermietungssituation wird mittel- und langfristig durch die Nachfragesituation und damit durch die demographische Entwicklung bestimmt. Diese wiederum ist in hohem Maße abhängig von der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit einer Region.

Trotz seiner dämpfenden Wirkung für die Nachfrage nach Wohnraum sollte man den demographischen Wandel nicht überbewerten⁴⁷. Die Wirkung setzt zeitverzögert ein, was den betroffenen Gesellschaften zumindest die Möglichkeit einer Reaktion einräumt. Ein relevantes Risiko auf der Einnahmeseite und, bei erforderlichen Abrissen, auch auf der Ausgabenseite, sind die aktuellen demographischen Änderungen auf

⁴⁷ vgl. (Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni, 2010) Seite 60

jeden Fall. Aufgrund der historischen Gegebenheiten treffen sie zumindest in den nächsten beiden Jahrzehnten den Osten Deutschlands besonders stark.

4.1.3 Risiken aus der Finanzierungsstruktur

Risiken aus der Finanzierungsstruktur⁴⁸ ergeben sich zum einen aus den Fristen, zu denen das Kapital, getrennt nach Eigenkapital und Fremdkapital, zur Verfügung steht und in Abhängigkeit davon aus den Konditionen, die für die Kapitalüberlassung verlangt werden.

Die absolute Höhe des Kapitalbedarfs soll zunächst als gegeben angenommen werden. Damit sind die Rahmenbedingungen und die finanziellen Konditionen, zu denen Kapital zur Verfügung gestellt werden kann, die entscheidenden Größen.

4.1.3.1 Risiken aus Eigenkapital

Eigenkapital steht den Unternehmen grundsätzlich zeitlich unbefristet zur Verfügung. Eine Ausnahme davon bilden die Wohnungsgenossenschaften, deren Stammkapital (Genossenschaftsanteile) mit dem Ausscheiden der Mitglieder gekündigt werden können. Die Fristen zur Rückzahlung der Anteile sind abhängig von der Satzung und betragen regelmäßig 12 oder mehr Monate. Damit besteht zwar die Möglichkeit, dass Eigenkapital gekündigt werden kann, jedoch wird diese Kündigung nicht kurzfristig wirksam und somit zu ungeplanten Auszahlungen führen. Bereits gekündigte, aber noch nicht ausgezahlte Anteile, werden im Jahresabschluss getrennt ausgewiesen und bei der Bestimmung des bilanziellen Eigenkapitals abgezogen. Aufgabe des Finanzmanagements der Genossenschaft ist es lediglich, die erforderliche Liquidität bereitzustellen. Insgesamt ist dieses Risiko der Kapitalkündigung jedoch als niedrig einzustufen, da in aller Regel dem Ausscheiden von Mitgliedern auch wieder Neueintritte mit entsprechender Einzahlung von Genossenschaftsanteilen gegenüberstehen.

Ein weiteres Risiko für die Wohnungsgesellschaften besteht darin, dass die Eigentümer eine höhere und ggf. nicht mehr marktübliche Rendite auf ihr eingesetztes Eigenkapital erwarten. Um diese Erwartungen zu erfüllen, kann das Management einerseits versuchen, Kostensenkungspotentiale zu erschließen und andererseits Teile der Gesellschaft abzuspalten und separat zu veräußern.

Eine solche Vorgehensweise entspricht aber nicht dem typischen Verhalten von „Bestandshaltern“ und soll aus diesem Grund hier auch nicht weiter analysiert werden.

Generell ist deshalb festzustellen: Aus dem Bestand an Eigenkapital entstehen keine finanziellen Risiken, deren gesonderte Betrachtung hier sinnvoll erscheint.

⁴⁸ Die Begriffe Kapitalstruktur und Finanzierungsstruktur werden hier synonym verwendet. Hinsichtlich der Gestaltungsmöglichkeiten der Kapitalstruktur vgl. Kapitel 3.3.

4.1.3.2 Risiken aus Fremdkapital

Der im Vergleich zur produzierenden Wirtschaft hohe durchschnittliche Anteil des Anlagevermögens zieht auch einen hohen Anteil langfristig zur Verfügung stehenden Kapitals nach sich. Ein Trend zu nicht fristenkongruenter Finanzierung konnte nicht festgestellt werden. Das langfristige Kapital besteht neben dem Eigenkapital in aller Regel aus langfristigem Fremdkapital in Form von Bankkrediten. In den letzten Jahren konnte dabei eine leichte Entwicklung hin zu mehr Eigenkapital konstatiert werden. Gemessen werden kann das durch die Kennzahl „langfristiger Verschuldungsgrad“. Er ist definiert als Verhältnis von langfristigem Fremdkapital zu den Eigenmitteln. Die Daten für deutsche Wohnungsunternehmen im GdW sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst:

	2005	2006	2007	2008
Langfristiger Verschuldungsgrad	185,0	179,5	182,4	166,6
Eigenmittelquote	30,5	31,0	31,2	33,3

(Angaben in Prozent)

Tabelle 3: Entwicklung der Verschuldung

Quelle: (GdW, 2010 b), Seite 77

Ist immerhin generell von einer fristengerechten Finanzierung auszugehen, ergeben sich im Einzelnen doch auch Risiken. Zunächst ist in diesem Zusammenhang das Problem der Anschlussfinanzierungen (Prolongationsrisiko) zu nennen.

Summarisch kann man das Prolongationsrisiko definieren als das Risiko, das entsteht, wenn die Zinsfestschreibungszeit nicht mit der Darlehenslaufzeit übereinstimmt. Das Risiko besteht in dann veränderten Bedingungen, insbesondere die Höhe der verlangten Zinsen betreffend. Seine Entstehung kann folgendermaßen beschrieben werden:

Die Dauer der Zinsfestschreibung beträgt bei Immobilienkrediten zumeist zwischen fünf und zehn Jahre. In diesem Zeitraum ist es freilich durchweg nicht möglich und auch nicht geplant, den Kredit komplett zu tilgen. Am Ende der Zinsbindungsfrist besteht demnach ein mehr oder weniger hoher Restkredit.

Bei den üblichen Krediten mit annuitätischer Tilgung beträgt die Restsumme nach 10 Jahren durchgängig noch deutlich mehr als 50 % der ursprünglichen Kreditsumme.⁴⁹ Für das Wohnungsunternehmen können dadurch u.a. folgende Probleme entstehen:

- Das Zinsniveau ist zum Zeitpunkt der Prolongation des Darlehens gegenüber dem ursprünglichen Zinsniveau gestiegen. Soll die ursprüngliche Darlehens-

⁴⁹ Die tatsächliche Höhe ist u.a. abhängig von den bei Vertragsabschluss vereinbarten Zinssätzen. In Niedrigzinsphasen, wie sie in den letzten Jahren herrschten, geht die Rückführung der Darlehen deutlich langsamer voran, als in Hochzinsphasen. Das liegt an dem Berechnungsmodus, nach dem eingesparte Zinsen den Tilgungsanteil erhöhen. Genauer dazu u.a. bei (Zantow, 2007), Seiten 189 ff.

laufzeit beibehalten werden⁵⁰, führt das zu erhöhten Kapitaldienstleistungen (Summe aus Zins und Tilgung).

- Hat sich die wirtschaftliche Situation des Wohnungsunternehmens zwischenzeitlich verschlechtert, wird in den Kreditzins ein zusätzlicher Risikoaufschlag eingepreist, der die o.g. Situation noch verschärft. In manchen Fällen werden Kreditinstitute, die bisher finanziert haben, zwar pflichtgemäß ein Prolongationsangebot abgeben, dieses wird aber für den Kreditnehmer so unwirtschaftlich sein, dass er es nur im Notfall annehmen wird.
- Eventuell sind die Kreditforderungen zwischenzeitlich weiterverkauft worden. Der Käufer der Forderungen ist dann zumeist nicht daran interessiert, das Darlehen fortzuführen, sondern wird versuchen, seine Forderung einzutreiben.

Die genannten Situationen sind nicht nur theoretisch denkbar, sondern in der Finanzierungspraxis allgemeine Realität. Für das Wohnungsunternehmen besteht demzufolge das Risiko, eine Anschlussfinanzierung nur zu unwirtschaftlichen Konditionen zu bekommen.

Darüber hinaus steht das Problem erhöhter Zinszahlungen auch in den Fällen, in denen die Kreditprolongation relativ unkompliziert vonstattengeht. So ist es nicht undenkbar, dass sich die Zinssätze des dann verlängerten Kredites aufgrund von Marktgegebenheiten erhöhen.

Da eine Kürzung der Tilgungsleistungen als Ausgleich für höhere Zinsen zu einer Verlängerung der Kreditlaufzeit insgesamt führt, steht dieser Weg in den meisten Fällen nicht offen. Erhöhte Leistungen für den Kapitaldienst führen zu einem vermehrten Abfluss an Liquidität.

Im Extremfall besteht das Prolongationsrisiko in einer nicht möglichen Verlängerung des Kredites. Kann die dann verlangte Rückzahlung nicht aus anderen Quellen gedeckt werden, folgt in letzter Konsequenz die Insolvenz wegen fehlender Liquidität.

Zu fragen ist in diesem Zusammenhang noch, ob darüber hinaus die Gefahr einer Überschuldung entstehen könnte. Überschuldung ist gekennzeichnet durch einen Zustand, in dem die Verbindlichkeiten des Unternehmens größer sind, als sein Vermögen (negatives Nettovermögen). Geht man davon aus, dass bei der ursprünglichen Finanzierung die Darlehenssumme nicht größer war, als der Wert der Immobilie, hat das Prolongationsrisiko auf den ersten Blick keinen direkten Einfluss auf eine sich entwickelnde Überschuldung. Die Überschuldung kann entstehen durch

- außerplanmäßige Wertminderungen, die zu einer Wertkorrektur in der Bilanz führen müssen, oder durch
- aufgelaufene Verluste, die nicht mehr durch Eigenkapital gedeckt werden können.

⁵⁰ Kreditinstitute sind aus verschiedenen und nachvollziehbaren Gründen in der Regel nicht bereit, eine Verlängerung der ursprünglichen Finanzierungsdauer hinzunehmen.

Außerplanmäßige Wertminderungen können beispielsweise auftauchen, wenn der Ertragswert der Immobilie durch negative Einflüsse auf die Lage (z.B. Bau einer Verkehrsstraße in der Nähe eines Wohngebietes) oder durch deutliche Korrekturen des Mietpreisniveaus nach unten (z.B. wegen geringer Nachfrage wegen demographischer und wirtschaftlicher Veränderungen) gravierend sinkt. Beides entsteht unabhängig von der Finanzierung der Immobilie und steht demnach nicht im Zusammenhang mit Kreditprolongationen.

Anders sieht es aus bei aufgelaufenen Verlusten. Entstehen diese Verluste durch erhöhte Zahlungen an Fremdkapitalgeber (erhöhter Zinsaufwand und damit negatives Finanzergebnis, das ein möglicherweise positives Ergebnis aus Hausbewirtschaftung umkehrt), kann das Prolongationsrisiko auch zur Überschuldung des Wohnungsunternehmens führen.

Dieser Effekt tritt in der Regel nicht kurzfristig ein. Er ist vielmehr ein Risiko, das auf mittlere oder längere Frist wirkt. Insbesondere nach längeren Niedrigzinsphasen sollte diese Gefahr aber nicht unterschätzt werden.

4.1.3.3 Risiken im Zusammenhang mit der Kreditbesicherung

Fremdkapital wird in der Regel nur gegen Sicherheit vergeben. Bei der Finanzierung von Immobilien bietet sich die Absicherung über Grundpfandrechte an, die nach Möglichkeit im ersten Rang im Grundbuch eingetragen werden. Die Eintragung von Grundpfandrechten wird in den Kreditverträgen vertraglich geregelt. Es ist unbestritten, dass Kreditinstitute hier zumeist „am längeren Hebel sitzen“. Gerade deshalb ist es für Wohnungsunternehmen besonders wichtig, sich bestimmte Risiken aus der Besicherung bewusst zu machen.

Zu einer Einschränkung des Handlungsspielraums der Wohnungsgesellschaft können u.a. folgende Konstellationen führen:

- Übersicherung,
- Breit gestreute Besicherung über verschiedene Objekte, die ggf. nicht einmal zu den finanzierten Objekten gehören,
- Gesamtgrundschulden.

Die durch die Wohnungsgesellschaft zur Verfügung gestellten Sicherheiten können zwar immer nur in Höhe der Verbindlichkeiten und der Kosten für eine Vollstreckung und für aufgelaufene Zinsen in Anspruch genommen werden, jedoch führen alle diese Fälle dazu, dass Immobilien nicht mehr für neue Finanzierungen als Sicherheit zur Verfügung stehen. Das trifft insbesondere auf die Fälle zu, in denen aus Gründen der Diversifizierung Kreditbeziehungen mit verschiedenen Banken bestehen bzw. aufgebaut werden sollen. Insbesondere dann, wenn Fremdmittel für Instandhaltungs- oder Modernisierungsmaßnahmen aufgenommen werden sollen oder bei anstehenden Umschuldungen im Rahmen von Prolongationen, stehen keine „freien“ Objekte mehr zur Verfügung.

Generell ist darauf zu achten, dass der Wert der Sicherheiten die Darlehenshöhe nicht deutlich übersteigt. Erfolgt das Bereitstellen von Sicherheiten über das unbedingt erforderliche Maß hinaus, engt sich der Fremdfinanzierungsrahmen über Gebühr ein. Einer deutlichen Übersicherung wird freilich durch das BGB⁵¹ ein grundsätzlicher Riegel vorgeschoben, allerdings gibt es trotzdem Spielräume, inwieweit Besicherungen erforderlich sind.

Genau wie die Besicherung an der Obergrenze des Erforderlichen führt auch das Eintragen vieler (relativ geringer) Grundschulden auf Einzelobjekten dazu, dass der begehrte erste Rang belegt ist und die Immobilie als Sicherungsobjekt zunehmend unattraktiver wird bis hin zu dem Maß, in dem Banken nicht mehr bereit sind, sie als Sicherheit für weitere Kredite zu akzeptieren.

Ähnlich ist die Konstellation, wenn auf verschiedenen Objekten Gesamtgrundschulden eingetragen werden, die wechselseitig haften. Bei der wechselseitigen Haftung eines Konglomerats von Immobilien für ein gesamtes Kreditportfolio hat die finanzierende Bank darüber hinaus die grundsätzliche Möglichkeit, die Vollstreckung dort einzuleiten, wo die höchsten Werte vermutet werden. Das würde die Situation der Wohnungsgesellschaft noch zusätzlich verschärfen.

Die Optimierung der Sicherheitenpolitik kann demnach für eine Wohnungsgesellschaft essentielle Bedeutung haben. Unpassende Sicherheitenvergabe erhöht letztlich das Prolongationsrisiko.

4.1.3.4 Risiken bei sich erhöhendem Kapitalbedarf

Galt bei den bisherigen Ausführungen zur Finanzierungsstruktur und den sich daraus ergebenden Risiken, dass der Kapitalbedarf in seiner Höhe gegeben und unveränderlich war, soll nun noch kurz der Fall betrachtet werden, in dem sich ein zusätzlicher Finanzmittelbedarf ergibt. Im Wesentlichen handelt es sich dabei um zwei Situationen:

- Neuinvestitionen in Immobilien und
- Modernisierung und Instandhaltung von bestehenden Immobilien.

Bei der Beurteilung des wirtschaftlichen Nutzens von (Neu-) Investitionen können die bekannten Verfahren zur Investitionsrechnung herangezogen werden⁵². Von Vorteil ist, dass vermieteten Immobilien i.d.R. Einnahme-Cashflows (die Mieteinnahmen) zugeordnet werden können, was es ermöglicht, die auf dem Kapitalwert (Net Present Value) beruhenden Verfahren anzuwenden. Risiken bestehen vor allem im Kostenrisiko (während der Investitionsphase in der Kostenentwicklung beispielsweise der Bauleistungen und später in der Entwicklung der Unterhaltskosten) und auf der Einnahmeseite im Vermietungsrisiko. Damit unterliegt das einzelne Objekt letztlich

⁵¹ (Bürgerliches Gesetzbuch (BGB)) § 138

⁵² vgl. hierzu u.a. (Kruschwitz, 2007), (Däumler, et al., 2010), (Bösch, 2009)

grundsätzlich den gleichen Risiken, wie die gesamte Wohnungsgesellschaft (vgl. Abschnitt 4.1.2.2). Für das hier bearbeitete Thema ist eine weitere Betrachtung dieser Rechnungen nur von geringer Relevanz. Die entsprechenden Zahlungsströme müssen jedoch in die Gesamtplanung der Gesellschaft einbezogen werden.

Umfangreiche Modernisierungen und Instandhaltungsmaßnahmen in den Bestand können ebenfalls zu einer Ausweitung des Kapitalbedarfs führen. Begründet ist das vor allem in der Tatsache, dass damit verbundene Kosten gar nicht oder nur teilweise, darüber hinaus oft auch nur mit zeitlicher Verschiebung, auf die Mieter umgelegt werden können. Die Finanzierung muss aus den oben genannten Quellen des Fremd- und Eigenkapitals erfolgen. Insbesondere bei der Inanspruchnahme von Fremdkapital werden die bereits angeführten Probleme (Steuerung der Liquidität, Prolongationsrisiko, Bereitstellung von Sicherheiten) verschärft.

Generell neue Gesichtspunkte, die sich allein aus der Erhöhung des Kapitalbedarfs ergeben, lassen sich jedoch nicht feststellen.

4.2 Kennzahlen zur Beurteilung der Risiken

4.2.1 Abgrenzung

Kennzahlen dienen dazu, komplexe Sachverhalte überschau- und nachvollziehbar darzustellen. Um diese Aufgabe zu erfüllen, müssen sie aus der Vielzahl möglicher Kombinationen sinnvoll und zielorientiert ausgewählt werden.

Für diese Untersuchung geht es nicht darum, ein komplettes Controllingsystem darzustellen. Es gilt vielmehr die Frage zu lösen, welche wirtschaftlichen Daten darauf hindeuten, dass die gegenwärtige wirtschaftliche Situation eines Wohnungsunternehmens auch künftig ein langfristiges Bestehen sichert. Besondere Bedeutung haben dabei mögliche exogene Veränderungen, die die wirtschaftliche Lage negativ beeinflussen könnten.

Keiner näheren Untersuchung unterzogen werden

- die aktuelle Kostensituation in den Gesellschaften und
- die Deckung der einzelnen Kostenbestandteile durch die Miete, soweit es sich nicht um Zinsen und/oder Tilgung handelt.

Kosten für die Verwaltung, für Instandhaltungsmaßnahmen usw. werden als gegeben hingenommen. Das heißt nicht, dass sie keinen Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung der Wohnungsgesellschaft hätten. Im Falle kritischer Entwicklungen muss natürlich auch insbesondere auf der Ebene der Kosten gegengesteuert werden. Die konkreten Ansätze dazu sind jedoch stark von den Gegebenheiten in den einzelnen Unternehmen abhängig und stehen in keinem direkten Zusammenhang mit der hier untersuchten Thematik.

Ähnliches gilt für die Zusammensetzung der Kosten. Sie wird zumeist als Anteil der jeweiligen Kostenarten an der Sollmiete ausgewiesen und stellt somit dar, inwieweit

die eingenommenen Mieten (in Form der Sollmiete) diese Kostenbestandteile decken. Bedeutsam für diese Untersuchung ist dabei die Zinsdeckung, die ausdrückt, welcher Prozentsatz der eingenommenen Mieten für die Zinszahlungen an Fremdkapitalgeber verwendet werden müssen. Geht man weiterhin davon aus, dass die Tilgungsleistungen für Fremdkapital in etwa den Abschreibungen entsprechen, ist auch die Abschreibungsquote interessant. Alle weiteren Kostenbestandteile können hier in einer Position „sonstige Kosten“ zusammengefasst werden.

4.2.2 Auswahl der Kennzahlen

Die allgemein üblichen Finanzkennzahlen dienen auch zur Beurteilung der Wirtschafts- und Ertragslage von Wohnungsgesellschaften. Als *Absolut-Größen* wären hier zu nennen:

- Umsatz (im konkreten Fall aus Hausbewirtschaftung)
- Gewinn in seinen Formen EBIT, EBITDA und Jahresüberschuss (nach Steuern)
- Cashflow
- Bilanzsumme
- Eigenkapital
- Fremdkapital (hier vor allem das langfristige Fremdkapital).

Als *Relationszahlen* stehen vor allem im Mittelpunkt:

- Eigenmittelquote (als Maß für die Sicherheit der Finanzierung),
- Anlagenintensität (drückt aus, in welchem Maß Sachanlagen das Gesamtvermögen dominieren),
- Anlagedeckungsgrad (beantwortet die Frage, ob grundsätzlich fristenkongruent finanziert wurde).

Bei den hier angeführten „Eigenmitteln“ handelt es sich um das sogenannte „Wirtschaftliche Eigenkapital“. Das bilanzielle Eigenkapital wird dabei um die nachfolgenden Positionen, die teilweise rechtlich dem Fremdkapital zuzuordnen sind, korrigiert⁵³:

- + Rückstellungen für Bauinstandhaltung
- + (SoPo mit Rücklagenanteil – SoPo für Investitionszulagen) x 0,5
- + SoPo für Investitionszulagen

Zur Berechnung (die Angaben erfolgen jeweils in Prozent):

- Die Eigenmittelquote setzt die Eigenmittel zur Bilanzsumme ins Verhältnis..
- Die Anlagenintensität setzt das Anlagevermögen ins Verhältnis zum Gesamtvermögen (= Bilanzsumme).

⁵³ Es handelt sich hierbei um die Berechnungsmethodik des GdW. (SoPo = Sonderposten), siehe auch Abschnitt 3.2.1

- Der Anlagendeckungsgrad setzt die Eigenmittel und das langfristige Fremdkapital zum Anlagevermögen ins Verhältnis.

Neben diesen branchenübergreifenden grundlegenden Kennzahlen sind einige weitere interessant, die die Risikosituation speziell von Wohnungsunternehmen kennzeichnen. Die dabei im Mittelpunkt stehende Frage ist: Wie wahrscheinlich ist es, dass auch künftig Zins und Tilgung aus den Einzahlungen aus Miete erbracht werden können?

Der operative Cashflow resultiert vor allem aus den Mieteinnahmen. Diese werden angenommen als die zu erzielenden Sollmieten abzüglich der Erlösschmälerungen. Der operative Cashflow ist damit relativ genau planbar, da die Umsätze aus Wohnungsbewirtschaftung in aller Regel auch zahlungswirksam sind und sie im Jahresverlauf nur geringen Schwankungen unterliegen. Sondereinflüsse, wie Veränderungen des Bestandes durch Ver- oder Zukäufe, Abriss u.ä. sollen an dieser Stelle unbeachtet bleiben. Sie müssten ggf. in die Planberechnungen mit einfließen. Diesen Einzahlungen (positiver Teil des operativen Cashflows) stehen die Auszahlungen für die Wohnungsbewirtschaftung gegenüber, von denen einzelne Bestandteile hier betrachtet werden.

Relevant für die Beurteilung der wirtschaftlichen Stabilität ist, welcher Anteil der Einzahlungen benötigt wird, um die erforderlichen Zinsen zu zahlen:

$$\text{Zinsdeckungsgrad} = \frac{\text{Zinsen und ähnliche Aufwendungen für Fremdkapital}}{\text{Sollmieten - Erlösschmälerungen}} \times 100$$

Als kritische Grenze wird allgemein ein Wert von 40 % genannt⁵⁴, der nicht überschritten werden sollte.

Neben den Zinszahlungen sind regelmäßig Darlehen zurückzuführen, Zinsen und Tilgung gemeinsam ergeben den Kapitaldienst. Analog zur Zinsdeckung kann demzufolge die Kapitaldienstdeckung bestimmt werden, für die als kritische Grenze ein Wert von 50 % angenommen wird. Unter der Annahme, dass die erforderlichen Tilgungsleistungen mindestens in Höhe der Abschreibungen erfolgen, bedeutet das, dass maximal die Hälfte der Mieteinnahmen für Zinsen und Abschreibungen auf Sachanlagen verwendet werden sollten.

Als rein stromgrößenorientierte Kennzahl findet (mit ähnlicher Aussage) die Tilgungskraft Verwendung:

$$\text{Tilgungskraft} = \frac{\text{operativer Cashflow}}{\text{Tilgungen auf das Fremdkapital}}$$

⁵⁴ vgl. (GdW, 2010 b), Seite 81. Die hier und im folgenden Absatz genannten Werte sind nicht empirisch unterlegt oder theoretisch nachgewiesen, sondern branchenübliche Erfahrungswerte.

Existenzbedrohend kritisch wäre hier ein Wert nahe oder gar kleiner als 1. Das würde bedeuten, dass die Rückführung von Darlehen nicht aus dem laufenden Cashflow, sondern nur durch die Aufnahme weiterer finanzieller Mittel zu erbringen wäre.

Die Ertragsstärke, bezogen auf das eingesetzte langfristige Fremdkapital, wird ermittelt, indem man das EBITDA ins Verhältnis zum langfristigen Fremdkapital setzt. Die auf diese Weise ermittelte Prozentgröße sollte deutlich über dem durchschnittlichen Fremdkapitalzinssatz liegen, im Idealfall mindestens doppelt so hoch.

4.2.3 Der Mietenmultiplikator und seine Relevanz

In Veröffentlichungen zur Wohnungswirtschaft und in der Beurteilung von Wohnungsgesellschaften und deren Immobilien findet häufig die Kennziffer „Mietenmultiplikator“ Anwendung.

Der Mietenmultiplikator ist dimensionslos und definiert als das Verhältnis des Anlagevermögens zu den Jahressollmieten. Das Anlagevermögen geht dabei zu Buchwerten in die Berechnung ein. Die Aussage dieser Kennzahl lautet also: Dem Wievielfachen der Jahressollmieten entspricht das in der Bilanz aktivierte Anlagevermögen? Rein rechnerisch bedeutet ein Mietenmultiplikator von beispielsweise 12 also, dass der Wert der Immobilie zwölf Jahressollmieten entspricht. In der Wohnungswirtschaft wird diese Kennziffer vor allem verwendet um zu ermitteln, ob die handelsrechtlich bestimmten Buchwerte des Anlagevermögens den tatsächlichen Marktwerten entsprechen.

Dabei geht man von folgenden Annahmen aus: Die Jahressollmiete wird im Wesentlichen durch den Markt bestimmt und kann demzufolge als objektiv erzielbare Miete angenommen werden. Erhöhte Leerstände, zustandsabhängige Mietabschläge usw. sind in den erzielbaren Sollmieten eingepreist.

Als Referenzwert wird häufig ein Mietenmultiplikator von 10 genannt. Ein Mietenmultiplikator, der größer als 10 ist, deutet demnach darauf hin, dass der Buchwert des Anlagevermögens nicht den aktuellen Marktpreisen entspricht, sondern tendenziell zu hoch angesetzt ist. Im Gegenzug deutet ein Mietenmultiplikator kleiner als 10 darauf hin, dass im Anlagevermögen stille Reserven vorhanden sind. Dieser Wert ist, ebenso wie die oben genannten Zielgrößen zu Zins- und Kapitaldienstdeckung, nicht wissenschaftlich determiniert. Er wird auch nicht einheitlich verwendet. So gibt der GdW als Benchmark einen Wert von 9 an⁵⁵. Dieser von Frau Esser, Mitglied der Geschäftsführung des Bundesverbandes des GdW, genannte Wert wurde bisher nicht revidiert. Der Prüfungsverband Thüringer Wohnungsunternehmen e.V. (Gesetzlicher Prüfungsverband) setzt als Branchendurchschnitt (Genossenschaften in Thüringen

⁵⁵ vgl. (Esser, 2004), Seite 11

mit einem Wohnungsbestand von mehr als 3000 Wohneinheiten) und damit als Benchmark für das Jahr 2009 einen Wert von 10,1 an.⁵⁶

Grundlage für die Kennzahl Mietenmultiplikator ist ein überschlägiges Verfahren, das Immobilienmaklern anhand der erzielbaren Mieten die Bestimmung eines marktgerechten Preises ermöglicht. Hier werden allerdings je nach Immobilienart stark variierende Größen (zwischen 8 und 20) genannt⁵⁷. Damit verglichen ist bei einem Mietenmultiplikator von 10 von einer sehr konservativen Wertschätzung auszugehen.

Der Kehrwert des Mietenmultiplikators ergibt die statische Rendite des Objektes⁵⁸.

Die Aussagekraft des Mietenmultiplikators ist umstritten. Das betrifft vor allem folgende Punkte:

- Willkürliche Festlegung des Zielwertes bei 10
- Durchschnittsbildung
- Keine Berücksichtigung objektspezifischer Standortmerkmale.

Im Vergleich zwischen den alten und den neuen Bundesländern gibt es sichtbare Unterschiede. So liegt der durchschnittliche Mietenmultiplikator der GdW-Unternehmen in den alten Bundesländern bei 8, in den neuen Bundesländern bei 10, was einen gewogenen Durchschnitt (2008) von 8,8 ergibt⁵⁹. Als Ursachen dafür sind vor allem anzunehmen:

- Unterdurchschnittliche Sollmieten in den neuen Bundesländern
- Stille Reserven in den Beständen in den alten Bundesländern
- Zu hohe Bewertung der Bestände in den neuen Bundesländern im Rahmen der DM-Eröffnungsbilanz⁶⁰.

All das macht den Mietenmultiplikator nicht zu einer umfassend aussagekräftigen Kennzahl. Trotzdem sollte er im Fokus der Steuerung einer Wohnungsgesellschaft stehen. Insbesondere bei der Beurteilung der Bilanzansätze und der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit von Wohnungsgesellschaften durch Kreditinstitute, aber auch in der Beurteilung durch Wirtschaftsprüfer wird er gern zur Beurteilung der marktgerechten Bewertung von Immobilien herangezogen. Ein unvorteilhaft hoher Mietenmultiplikator wird von Kapitalgebern als Überbewertung des Anlagevermögens beurteilt, was zusätzliche Risikoabschläge bis hin zur Unmöglichkeit der Vergabe weiteren Fremdkapitals zur Folge haben kann.

Bei der Beurteilung der Eigenmittelquote setzt der PTW (Prüfungsverband Thüringer Wohnungsunternehmen) den Mietenmultiplikator ein, um die bilanziell ausgewiesene

⁵⁶ Angabe in (PTW - Prüfungsverband Thüringer Wohnungsunternehmen e.V., 2011)

⁵⁷ vgl. (Becker, Peter, 2010), Seite 14

⁵⁸ vgl. (Schulte, 2008), Seite 290

⁵⁹ vgl. (GdW, 2010 b), Seiten 81 f

⁶⁰ In der Zwischenzeit wurden diverse Wertberichtigungen vorgenommen, so dass das Problem der Überbewertung nicht mehr so gravierend sein sollte.

Eigenmittelquote zu bereinigen. Dabei wird ein sog. Korrekturposten gebildet, um den die Eigenmittel, aber auch die Bilanzsumme berichtigt werden⁶¹. Der Korrekturposten wird wie folgt berechnet:

Vom bilanziellen Wert der Grundstücke mit Wohnbauten und der Grundstücke mit Geschäfts- und anderen Bauten wird der fiktive Wert der Immobilien nach der Berechnung $\{(Jahressollmiete \cdot Erlösschmälerungen) \times 10\}$ abgezogen. Auf diese Weise ergibt sich ein positiver oder negativer Korrekturposten.

Ein positiver Korrekturposten bedeutet demnach, dass der aktivierte Wert der Immobilien höher ist, als ihr wahrscheinlich tatsächlicher Wert. Die Bilanzsumme und die Eigenmittel werden um den Korrekturposten gekürzt. Andererseits deutet ein negativer Korrekturposten, also aktiviertes Anlagevermögen $<$ wahrscheinlicher Marktwert, auf stille Reserven hin.

4.3 Daten ausgewählter Thüringer Wohnungsunternehmen

4.3.1 Vorbemerkung

Die nun angeführten Daten wurden aus öffentlich zugänglichen Jahresabschlüssen Thüringer Wohnungsgesellschaften erhoben⁶². Sie erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Sie wurden mit Sorgfalt bearbeitet, jedoch kann keine Gewähr hinsichtlich der Korrektheit sämtlicher Daten übernommen werden. In die Auswertung eingegangen sind die einfachen Durchschnitte der Jahre 2007 bis 2009.

Ziel dieser Datenerhebung war es nicht, einzelnen Gesellschaften konkrete Handlungsempfehlungen zu geben oder die Lage umfassend zu analysieren. Vielmehr war der Zweck der Untersuchung, herauszufinden, ob eine (für sich allein genommen nicht gravierende) Änderung der Finanzierungskonditionen (Erhöhung des Zinssatzes) eventuell zu existenzbedrohenden Finanzierungslücken führen könnte. Jedem einzelnen Unternehmen obliegt es selbst, zu überprüfen, ob diese Risiken für es zutreffen und welche Gegenmaßnahmen zu ergreifen wären.

Im Rahmen einer Seminararbeit an der FH Jena wurden die Jahresabschlusszahlen von 42 Wohnungsgesellschaften Thüringens analysiert. Aus den dort betrachteten und weiteren im Unternehmensregister veröffentlichten Wohnungsgesellschaften wurden acht Gesellschaften unterschiedlicher Rechtsformen (vier eingetragene Genossenschaften und vier GmbH) und Größen in verschiedenen Regionen Thüringens ausgewählt. Die Auswahl kann unter statistischen Gesichtspunkten nicht als repräsentativ angesehen werden. Für den Zweck der Untersuchung, nämlich beispielhaft festzustellen, ob fiktive Risiken aus Zinsänderungen zu Schieflagen der Gesellschaften führen könnten, reicht diese Auswahl aber aus.

⁶¹ Anwendung z.B. in (PTW - Prüfungsverband Thüringer Wohnungsunternehmen e.V., 2010)

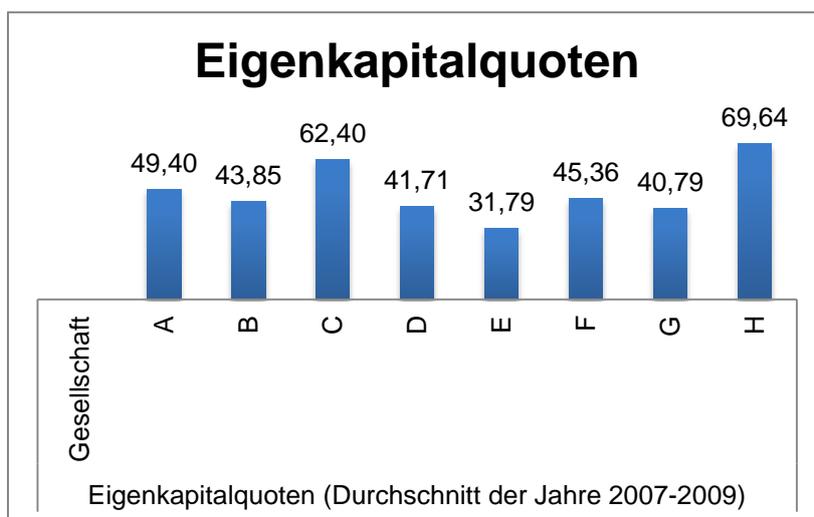
⁶² (Bundesanzeiger, 2011)

Nicht in die vorliegende Betrachtung einbezogen wurden kleine Gesellschaften⁶³, die im Unternehmensregister des Bundesanzeigers keine vollständigen Jahresabschlüsse veröffentlichen. In diesen Fällen wird keine Gewinn- und Verlustrechnung dargestellt, so dass es nicht durchgehend möglich ist, die Aufwendungen für Zinsen und andere Bestandteile der Gewinn- und Verlustrechnung zu erfassen und auszuwerten.

Sind diese Daten jedoch zugänglich, beispielsweise bei einer internen Auswertung in der Gesellschaft, gelten dort die gleichen Bedingungen, wie bei größeren Gesellschaften. Es wäre also Aufgabe der jeweiligen Unternehmensführung, die hier angeführten Risiken zu prüfen.

4.3.2 Bilanzdaten

Auf die grundlegenden Zusammenhänge wurde bereits in den Kapiteln 3 und 4 hingewiesen. Bei den näher untersuchten 8 Gesellschaften aus Thüringen ergaben sich folgende Werte:



Der gewichtete Durchschnitt liegt bei etwa 57 Prozent und damit deutlich über dem Durchschnitt aller Mitgliedsgesellschaften des GdW. Die Streubreite von ca. 30% bis ca. 70% macht aber deutlich, dass hier gravierende Unterschiede bestehen.

Abbildung 7: Eigenkapitalquoten Thüringer Wohnungsunternehmen

Quelle: eigene Berechnung nach (Bundesanzeiger, 2011)

⁶³ Unter „kleinen Gesellschaften“ werden hier nicht die Größenklassen nach dem Handelsgesetzbuch verstanden, sondern Gesellschaften, die nicht der vollständigen Offenlegungspflicht unterliegen. vgl. (Handelsgesetzbuch (HGB)) §§ 267 und 325

Das langfristige Fremdkapital dient als Finanzierungsausgleich für den weiteren Kapitalbedarf. Hierfür wurden die ausgewiesenen langfristigen Bankverbindlichkeiten den Bilanzsummen gegenübergestellt.



Abbildung 8: Quote der langfristigen Bankverbindlichkeiten Thüringer Wohnungsunternehmen

Quelle: eigene Berechnung nach (Bundesanzeiger, 2011)

Auch hier ist wieder die deutliche Streuung sichtbar. Unternehmen mit hohem Eigenkapital benötigen weniger Kredit. Bei einem gewogenen Durchschnitt von rund 39 % gibt es eine Gesellschaft, die sich zu über 60 Prozent aus Bankkrediten finanziert.

Das kurzfristige Fremdkapital (Ergänzung der beiden Quoten auf 100 %) spielt, wie man in dieser Darstellung sehen kann, keine signifikante Rolle. Eine Ausnahme bildet jedoch die hier mit A bezeichnete Gesellschaft. Sie finanziert sich zu einem nicht unerheblichen Teil aus Spareinlagen. Dies ist im genossenschaftlichen Bereich in Form einer genossenschaftlichen Spareinrichtung möglich, bei der die Mitglieder der Genossenschaft Gelder in ihrer Genossenschaft anlegen. Die Palette der angebotenen Sparformen reicht vom klassischen Sparbuch bis zu mehrjährigen Anlagen. Eine tiefere Analyse, in welchem Maße es sich hierbei um lang- oder kurzfristiges Fremdkapital handelt, erfolgte im Rahmen dieser Ausarbeitung nicht. Nach Aussage der Geschäftsführung sind mehr als der Hälfte der Spareinlagen kurzfristige Gelder. Jedoch ist trotzdem nicht davon auszugehen, dass diese Kundeneinlagen schlagartig abgezogen werden. Basis für diese Annahme ist die sogenannte „Bodensatztheorie“, die aussagt, dass ein erheblicher Teil kurzfristig kündbarer Sparanlagen trotzdem langfristig im Kreditinstitut verbleibt.

Die im Unternehmen vorgehaltene Liquidität dient dazu, Zahlungsverpflichtungen störungsfrei nachzukommen. Andererseits reduzieren hohe Liquiditätsbestände die Rentabilität. Bei Wohnungsgesellschaften mit ihren nur langsam liquiderbaren Vermögensgegenständen wird die durchschnittliche Liquidität höher sein, als beispielsweise bei produzierenden Industrieunternehmen.

Um die Angemessenheit von vorgehaltener Liquidität bestimmen zu können, wären tiefergehende Untersuchungen erforderlich. So führt beispielsweise die Einbindung in ein Cashpool-System automatisch zu geringen bis gar nicht mehr vorhandenen Beständen an liquiden Mitteln. Grund dafür ist, dass überschüssige Gelder an die Muttergesellschaft abgeführt werden und zum anderen die Muttergesellschaft dafür sorgt, dass immer ausreichend liquide Mittel zum Begleichen von Verbindlichkeiten vorhanden sind. Das trifft hier auf die Gesellschaft C zu.

Ein weiteres Beispiel für nicht „normgerechtes“ Vorhalten von Liquidität ist hier Gesellschaft A. Sie refinanziert sich in erheblichem Maße über Spareinlagen von Genossenschaftsmitgliedern. In Vorbereitung größerer Investitionsmaßnahmen, wie es hier der Fall war, müssen Spareinlagen angesammelt und als freie Liquidität geparkt werden. Das führt zu Finanzmittelbeständen, die für sich genommen unverständlich hoch erscheinen. Eine sinnvollere Betrachtung wäre hier deshalb nur über eine deutlich längere Zeitreihe möglich, die die langen Investitionszyklen nivelliert.

Die untersuchten Wohnungsgesellschaften hielten im Durchschnitt folgende Liquidität (gemessen als Anteil an der Bilanzsumme in Prozent) vor:

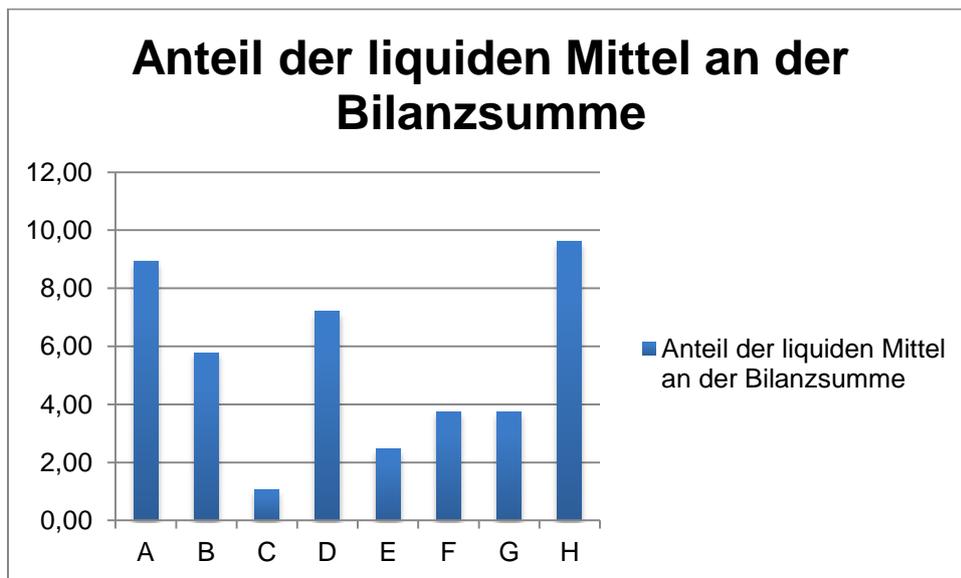


Abbildung 9: Anteil liquider Mittel an der Bilanzsumme

Quelle: eigene Berechnung nach (Bundesanzeiger, 2011)

Neben den hier genannten Gesellschaften A und C mit ihren gegenläufigen Tendenzen stechen insbesondere D und H hervor, deren Liquiditätspolitik genauer untersucht werden müsste.

Als relative Größe im Zusammenhang mit der Liquidität kann man berechnen, das Wievielfache einer Monatsmiete (als durchschnittlicher Umsatz des Monats) an liquiden Mitteln vorgehalten wird. Hintergrund dieser Überlegung ist, dass immer mehr, als der durchschnittliche Zahlungseingang eines Monats als Liquiditätspuffer vorhanden sein sollte, um Eventualitäten entgegentreten zu können. Hier ergibt sich folgendes Bild:

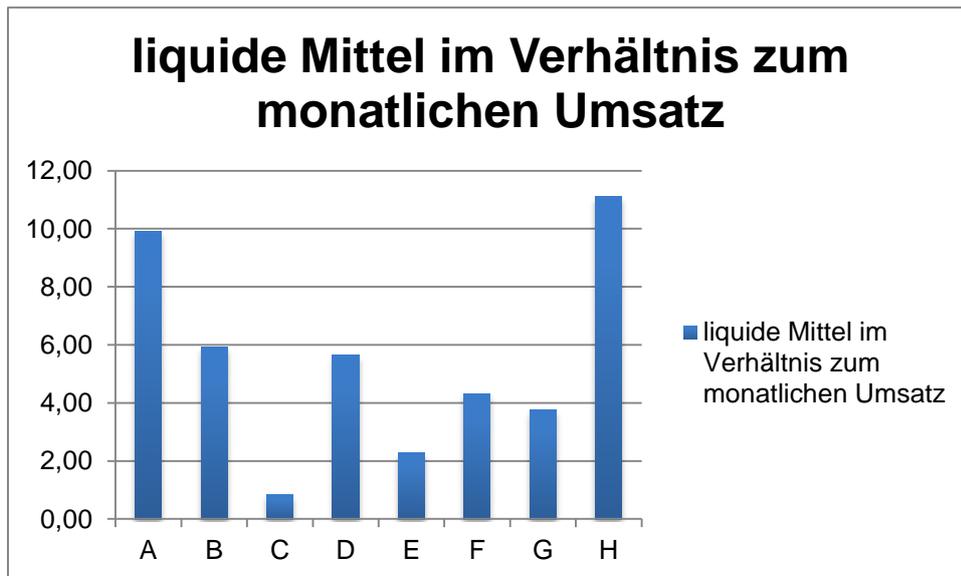


Abbildung 10: Liquide Mittel im Verhältnis zum monatlichen Umsatz

Quelle: eigene Berechnung nach (Bundesanzeiger, 2011)

Unter Berücksichtigung der vorgenannten Besonderheiten (insbes. Gesellschaft C) zeigt sich, dass überall mehr als zwei Monatsumsätze als Liquiditätsreserve vorhanden sind.

Die nächsten Kennzahlen berücksichtigen das Verhältnis von Größen der Aktiv- und der Passivseite der Bilanz.

Um den Anlagedeckungsgrad zu bestimmen, werden die Summe von Eigenkapital und langfristigem Fremdkapital (in diesem Fall die langfristigen Bankverbindlichkeiten) dem Anlagevermögen gegenübergestellt. Diese einfache Kennzahl gibt Auskunft über die Fristenkongruenz der Finanzierung. Es kann jedoch nur eine Tendenz festgestellt werden, konkrete Aussagen zur Liquidität sind auf diese Weise nicht möglich.

Der Anlagedeckungsgrad der im GdW organisierten Unternehmen ist in den letzten Jahren angestiegen und liegt im Jahr 2008 bei etwa 1,02 (alte Länder 1,023; neue Länder 1,017), wobei es Unterschiede zwischen den Genossenschaften und den Kapitalgesellschaften und Gesellschaften anderer Rechtsform gibt⁶⁴. Tendenziell weisen die Genossenschaften in den alten Ländern einen unterdurchschnittlichen, die in den neuen Ländern einen überdurchschnittlichen Anlagedeckungsgrad aus. Geschuldet ist das u.a. den unterschiedlichen Rücklagen, die in den neuen Bundesländern in hohem Maße aus Rücklagen nach DMBiG bestehen.

Für die untersuchten Thüringer Unternehmen wurden die folgenden Anlagedeckungsgrade bestimmt:

⁶⁴ vgl. (GdW, 2010 b), Seite 148

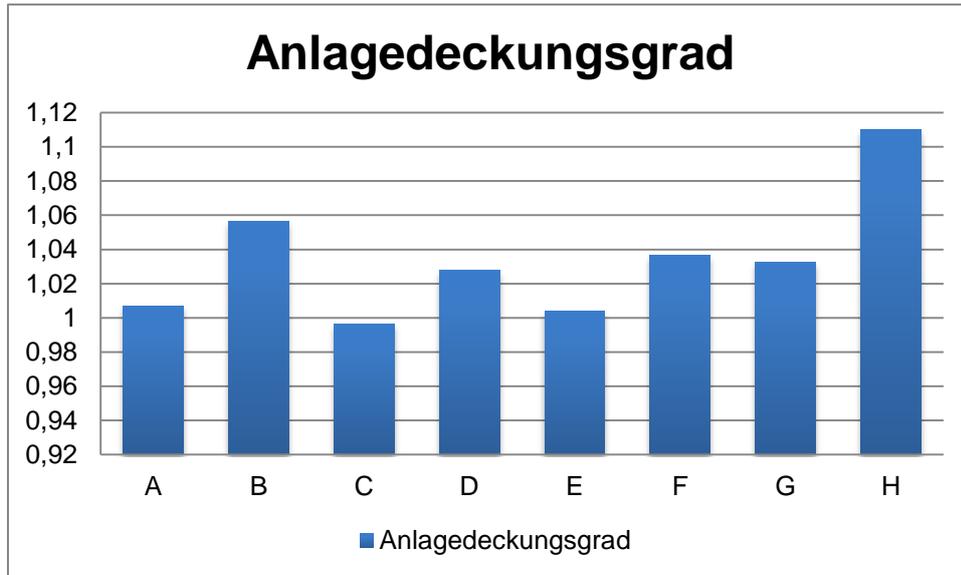


Abbildung 11: Anlagedeckungsgrad Thüringer Wohnungsunternehmen

Quelle: eigene Berechnung nach (Bundesanzeiger, 2011)

Sie liegen damit im Durchschnitt aller Wohnungsunternehmen. Bis auf die Gesellschaft C, deren Anlagedeckungsgrad geringfügig unter der geforderten Grenze von 1 liegt, sind alle betrachteten Gesellschaften damit fristenkongruent finanziert. Auch der Wert von 0,997, den die Gesellschaft C aufweist, ist nicht als kritisch zu betrachten.

4.3.2 Ergebnisdaten

Als wesentliche Ergebniszahlen kommen vor allem der operative Cashflow und der Jahresüberschuss in Frage. Der operative Cashflow drückt den kassenwirksamen Überschuss aus dem operativen Geschäft aus. Er muss ausreichen, die Tilgungsleistungen (Rückzahlung von Krediten) zu erbringen. Nicht im operativen Cashflow enthalten sind Zahlungen, die sich aus der Aufnahme und der Rückzahlung von Darlehen ergeben. Bestandteil des operativen Cashflows sind aber die Zinszahlungen für Fremdkapital, die ihn demzufolge mindern.

Der Jahresüberschuss ist der Betrag, der dem Unternehmen nach Abzug von Zinsen an die Fremdkapitalgeber und nach Zahlung der Steuern auf Einkommen und Ertrag noch verbleibt. Ein Jahresfehlbetrag führt demzufolge zu einer Minderung des bilanziellen Eigenkapitals.

Erhöhte Zinszahlungen würden demzufolge automatisch den Jahresüberschuss reduzieren. Sollten Jahresfehlbeträge gar regelmäßig auftreten, kann das durch das Aufzehren des Eigenkapitals in letzter Konsequenz zur Insolvenz wegen Überschuldung führen.

Die betrachteten Unternehmen aus Thüringen weisen folgende Durchschnittswerte für die Jahre 2007-2009 auf:

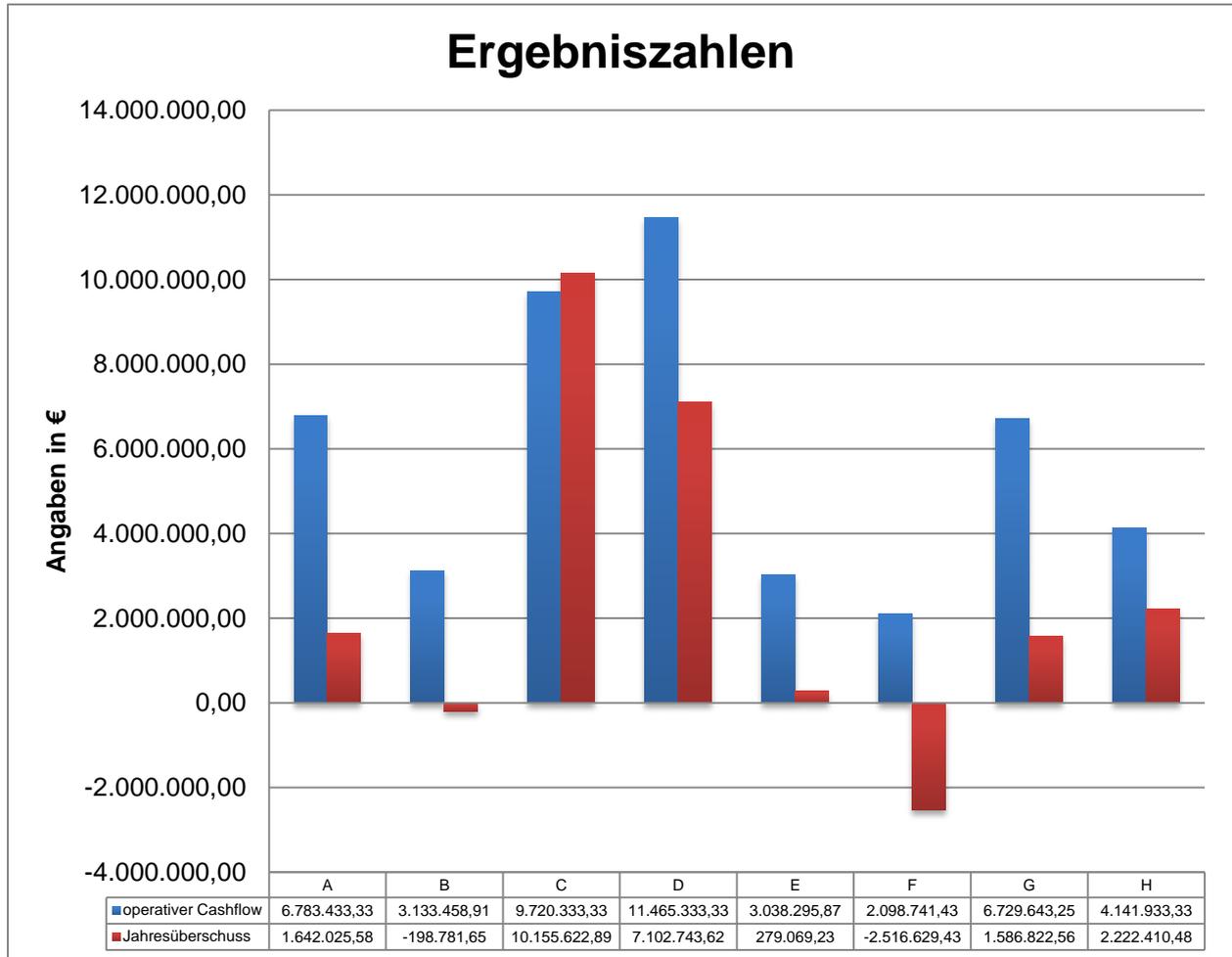


Abbildung 12: Ergebniszahlen Thüringer Wohnungsunternehmen

Quelle: (Bundesanzeiger, 2011)

Bei immerhin zwei der dargestellten Gesellschaften ist das durchschnittliche Jahresergebnis in diesem Zeitraum negativ.

Die Tatsache, dass bei Gesellschaft C der Jahresüberschuss höher ist, als der Cashflow, resultiert aus der Tatsache, dass das Unternehmen am Cashpool der Muttergesellschaft beteiligt ist und im Rahmen dieses Ausgleiches Mittel abführt. Im Jahre 2009 waren das beispielsweise etwa 8 Mio. €⁶⁵.

4.3.3 Kennzahlen zur Risikoerkennung

Um finanzielle Risiken abzuschätzen, wurden die Kennzahlen

- Zinsdeckung ($< 0,4$)
- Kapitaldienstdeckung ($< 0,5$) und
- Tilgungskraft (> 1)
- Ertragsstärke (doppelt so hoch, wie der durchschnittliche Fremdkapitalzinsatz)

⁶⁵ vgl. (jenawohnen GmbH, 2010),

mit ihren allgemein üblichen Zielwerten (in Klammern) herangezogen⁶⁶. Als „gesund“ wird damit angenommen, dass

- maximal 40 Prozent der Sollmieten für Zinszahlungen verwendet werden sollten,
- maximal die Hälfte der Sollmieten für den Kapitaldienst, der sich aus Zins und Tilgung zusammensetzt, eingesetzt werden und
- der operative Cashflow ausreichen soll, um die Tilgungen durchzuführen.
- Das anteilige EBITDA, bezogen auf das langfristige Fremdkapital, sollte mindestens doppelt so hoch sein, wie der durchschnittliche Fremdkapitalzinssatz. Das heißt, die Wohnungsgesellschaft sollte mindestens ein doppelt so hohes operatives Ergebnis vor Zinsen und Abschreibungen erwirtschaften, als für Zinszahlungen erforderlich sind.

Da nicht sämtliche für die Ermittlung der Kennzahlen erforderlichen Angaben in den veröffentlichten Jahresabschlüssen zu finden sind, wurden folgende Annahmen getroffen:

- Die Jahressollmieten abzüglich der Erlösminderungen wurden mit dem Umsatz gleichgesetzt.
- Die Tilgung des langfristigen Fremdkapitals wurde auf folgende Weise bestimmt: Es wird unterstellt, dass die Investitionen mit der durchschnittlichen Kapitalstruktur des Unternehmens finanziert werden, also der Fremdkapitaleinsatz der Fremdkapitalquote ($= 1 - \text{Eigenkapitalquote}$) entspricht. Demzufolge ergibt sich die Tilgung des Fremdkapitals näherungsweise aus der Differenz zwischen dem Fremdkapitaleinsatz für Investitionen und der Veränderung der langfristigen Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten im Vergleich zum Vorjahr.

Zunächst könnte man annehmen, dass sich auf diese Weise die o.g. Kennzahlen mit hinreichender Genauigkeit bestimmen lassen. Diese Annahme soll mit der Berechnung der Kennzahlen auf Plausibilität überprüft werden.

⁶⁶ zu den Definitionen und Zielwerten vgl. Abschnitt 4.2.2

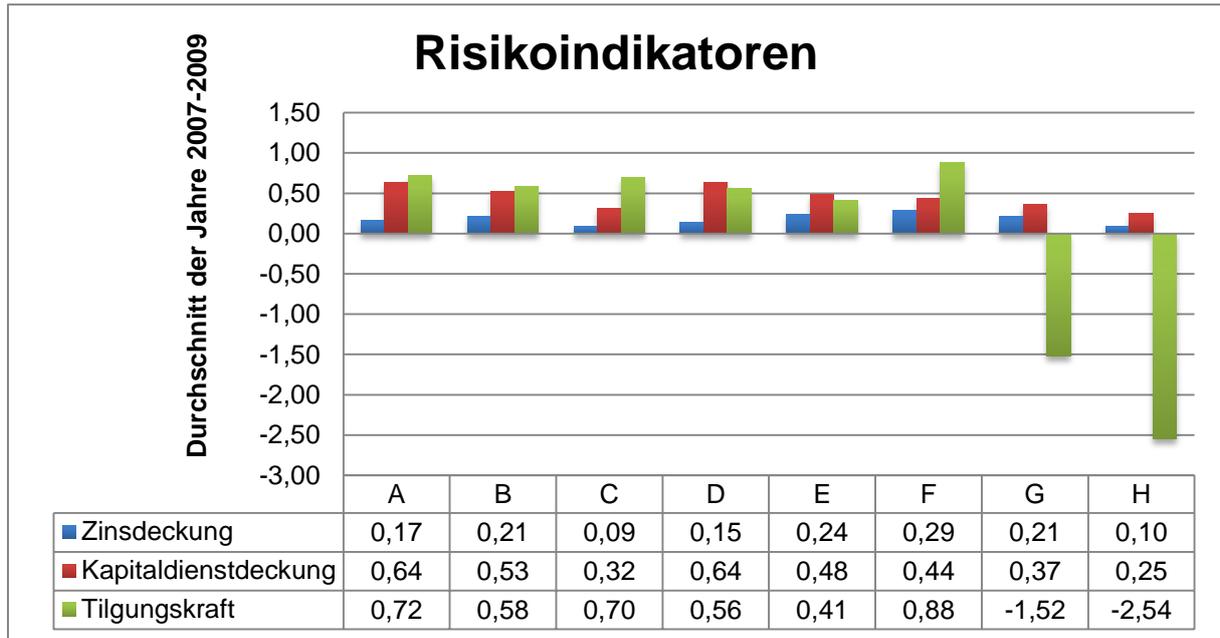


Abbildung 13: Risikokennzahlen Thüringer Wohnungsunternehmen

Quelle: eigene Berechnung nach (Bundesanzeiger, 2011)

Die den berechneten Werten lassen sich u.a. folgende Schlüsse ziehen:

Die Zinsdeckung lässt sich anhand der vorliegenden Zahlen ziemlich exakt bestimmen und liegt bei allen Gesellschaften im Zielkorridor. Die Gesellschaft H hat die durch sie intern berechnete Zinsdeckung im veröffentlichten Jahresabschluss ausgewiesen. Sie liegt in den einzelnen Jahren von 2007 bis 2009 leicht über der hier extern bestimmten, was darauf hindeutet, dass es neben den Sollmieten noch weitere Umsatzerlöse gibt. An der Gesamtaussage, dass weniger als 40 Prozent der Mieteinnahmen für Zinszahlungen verwendet werden, ändert das nichts.

Anders sieht es bei der Kapitaldienstdeckung aus. Diese Kennzahl wird im Lagebericht der Gesellschaften A und H explizit ausgewiesen. Dabei ergeben sich insbesondere bei Gesellschaft A deutliche Abweichungen gegenüber der obigen externen Rechnung. Die Gesellschaft weist einen Wert von 0,32 aus, also nur etwa die Hälfte des hier bestimmten Wertes. Das Bild wird durch diverse Faktoren verzerrt, welche insbesondere sind:

- Bei drei Gesellschaften ergeben sich in einzelnen Jahren negative Summen der Investitionstätigkeit. Das resultiert aus dem Verkauf oder Abriss von Wohnungen. Die Investitionen in das Anlagevermögen waren in diesen Jahren geringer, als die Abgänge durch Verkauf oder Abriss. Durch die o.g. Verfahrensweise bei der Bestimmung der Tilgung von langfristigen Bankverbindlichkeiten ergibt sich damit eine höhere Tilgung von Bankverbindlichkeiten, die mit den vorhandenen Zahlen nicht verifiziert werden kann. Zudem ist diese Entwicklung nicht nachhaltig.
- Andere Gesellschaften (A und D) nutzten auslaufende Zinsbindungsphasen und parallel dazu in der Gesellschaft vorhandene Liquidität, um (außerplanmäßige) Tilgungen von Krediten vorzunehmen. Diese zusätzlichen Tilgungen

schlagen sich im durchschnittlichen Kapitaldienst nieder, können aber nicht ohne weiteres auf die weitere Entwicklung übertragen werden.

- Bei den Gesellschaften G und H erhöhten sich in einzelnen Jahren die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten sehr deutlich. Die wirtschaftlichen Hintergründe dafür ließen sich nur bei einer tiefergreifenden internen Analyse erkennen, wobei die in einzelnen Jahren hohen Investitionssummen eine Rolle spielen. Es steht zu vermuten, dass ein Großteil der Investitionen mit Fremdkapital finanziert wurden. Gesellschaft G weist eine überdurchschnittliche Eigenkapitalquote von fast 70 % auf, was nach obiger Rechnung impliziert, dass nur 30 % der Investitionen mit Fremdkapital finanziert wurden – ein unwahrscheinliches Szenario, das rein rechnerisch zu einer negativen Tilgung mit den oben sichtbaren Auswirkungen auf die Tilgungskraft führt.

Aus dem Gesagten lässt sich schlussfolgern, dass der Versuch, die Höhe der Tilgungsleistungen mit dem angewendeten Verfahren mit hinreichender Genauigkeit zu bestimmen, an seine Grenzen stößt. Es ist aus den veröffentlichten Zahlen also nicht bestimmbar, wie hoch die Tilgungsleistungen tatsächlich waren.

Weiterhin ist eine Zeitreihe von drei Jahren nicht ausreichend, um eventuelle Sondereffekte zu nivellieren.

Da auch die Kennzahl „Tilgungskraft“ auf die Tilgungsleistungen Bezug nimmt, gelten für sie ebenfalls die o.g. Einschränkungen.

Demzufolge sollten Schlussfolgerungen, die mit der Tilgung und damit mit der Kapitaldienstfähigkeit im Zusammenhang stehen, nur nach Kenntnis der tatsächlichen bisherigen und vor allem auch zu erwartenden Tilgungsleistungen gezogen werden. Diese Tilgungsleistungen werden in den veröffentlichten Jahresabschlüssen nicht durchgängig angegeben, weshalb hier auf eine tiefergehende Analyse verzichtet werden musste. In die weiteren Überlegungen geht daher ausschließlich die Zinsdeckung ein.

Die Kennzahl „Ertragsstärke“ wird bestimmt, indem man das EBITDA zum langfristigen Fremdkapital ins Verhältnis setzt (Angabe in Prozent).

Hier bietet sich folgendes Bild:

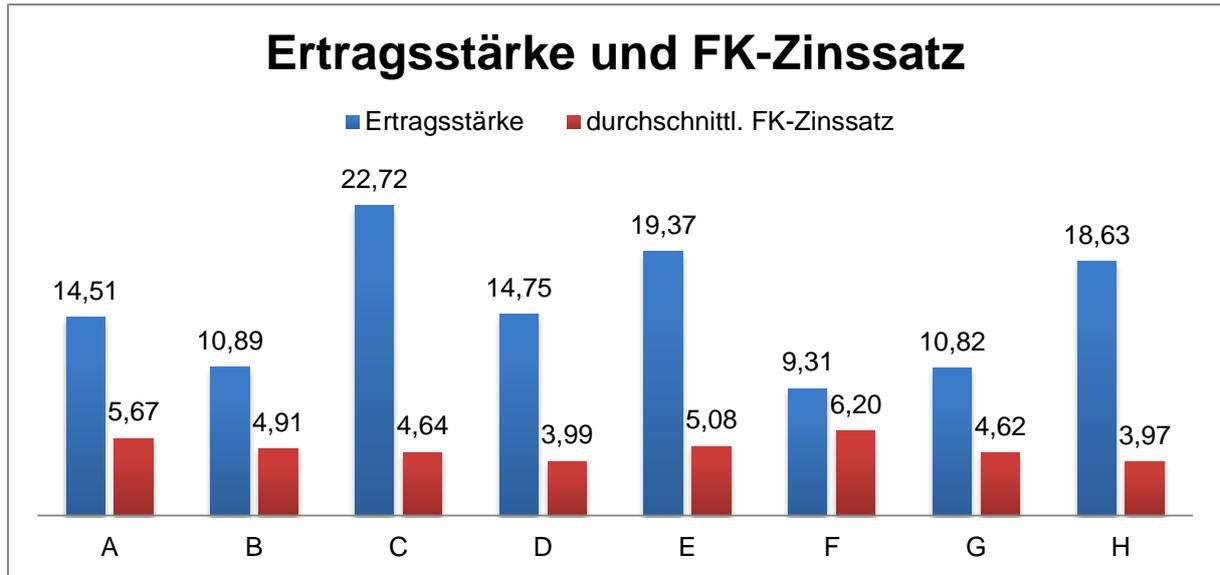


Abbildung 14: Ertragsstärke und durchschnittlicher FK-Zinssatz in Prozent

Quelle: eigene Berechnung nach (Bundesanzeiger, 2011)

Die Werte der Ertragsstärke liegen, wie gefordert, über dem durchschnittlichen Fremdkapitalzinssatz. Das doppelte des Fremdkapitalzinssatzes wird aber bei Gesellschaft F nicht erreicht, geschuldet einerseits einer unterdurchschnittlichen Ertragsstärke und andererseits einem Fremdkapitalzinssatz, der deutlich über dem Durchschnitt liegt. Generell kann aber von ausreichender bis sehr guter Ertragsstärke der ausgewählten Unternehmen gesprochen werden.

4.4 Zusammenfassende Beurteilung

Die hier willkürlich ausgewählten Wohnungsgesellschaften scheinen dem ersten Anschein nach keinen überdurchschnittlichen Risiken ausgesetzt. Die Zinsdeckung liegt im Rahmen der üblichen Erfahrungswerte und selbst die Kapitaldeckung und die Tilgungskraft lassen vermuten, dass bei rechnerischer Eliminierung der erkannten bzw. wahrscheinlichen Sondereffekte (Veränderungen des Anlagevermögens durch Abriss und Verkauf, Sondertilgungen von Bankkrediten) die Ausprägung der Kennzahlen kein besonderes Risikopotential in sich bergen.

Jedoch gehen diese Schlussfolgerungen von den aktuellen Bedingungen am Geldmarkt, insbesondere den gegenwärtigen Zinssätzen aus. Inwieweit die aktuellen Verwerfungen auf den Finanzmittelmärkten kurzfristig Zinsänderungen erwarten lassen, lässt sich nur vermuten. Euro-Krise, Staatsverschuldung vor allem in den südeuropäischen Staaten des Euro-Raumes, aber auch in den USA und die allgemeine Verunsicherung der Kapitalmarktakteure lassen es zumindest nicht unwahrscheinlich erscheinen, dass sich das Zinsgefüge in den nächsten Monaten und Jahren bewegen wird. Erste Ansätze zeigen sich in den Leitzinsveränderungen der EZB im ersten Halbjahr 2011, seit dem 13.07.2011 liegt der Hauptrefinanzierungssatz nach zwei Erhöhungen nun bei 1,5 %.

Auswirkungen auf die Geldmarktsätze lassen sich bereits erkennen:

Geldmarktsätze am Frankfurter Bankplatz / Tagesgeld / Monatsdurchschnitt
 1998-03 bis 2011-06, monatlich
 % p.a.

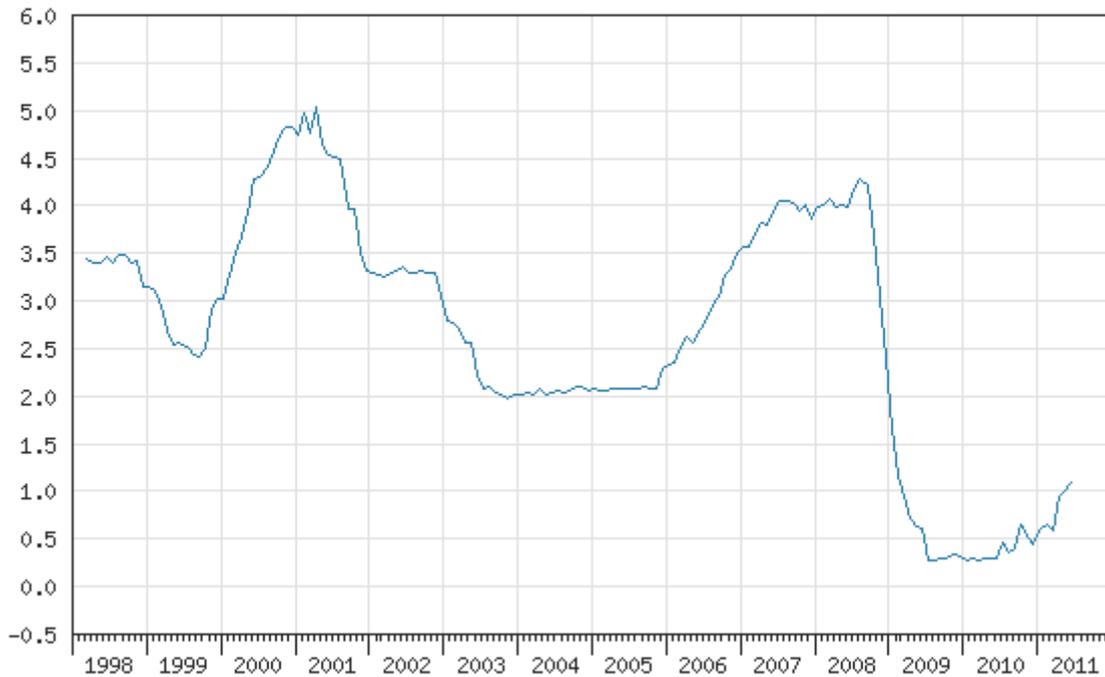


Abbildung 15: Geldmarktsätze Frankfurt

Quelle: (Deutsche Bundesbank, 2011)

Vor der Finanzkrise lag der Geldmarktsatz für Tagesgelder bei annähernd 4,0 %. Nach einem Rückgang auf ca. 0,25 % innerhalb nur eines halben Jahres in Folge der Finanzkrise ist der Satz inzwischen wieder auf über 1,0 % gestiegen. Zinsänderungen von 3 Prozentpunkten sind also nichts ungewöhnliches.

Die Geldmarktsätze für Tagesgelder können jedoch nur einen Anhaltspunkt geben. Für die untersuchte Thematik ist es interessanter, wie sich die Zinssätze bei längerlaufenden Wertpapieren entwickeln. Zu diesem Zweck kann man die aus der Zinsstruktur abgeleiteten Renditen von Pfandbriefen, in der folgenden Graphik Pfandbriefe mit einer Restlaufzeit von 5 Jahren, heranziehen.

Aus der Zinsstruktur abgeleitete Renditen für Pfandbriefe mit jährlichen Kuponzahlung ...
2000-01 bis 2011-06, monatlich
Prozent

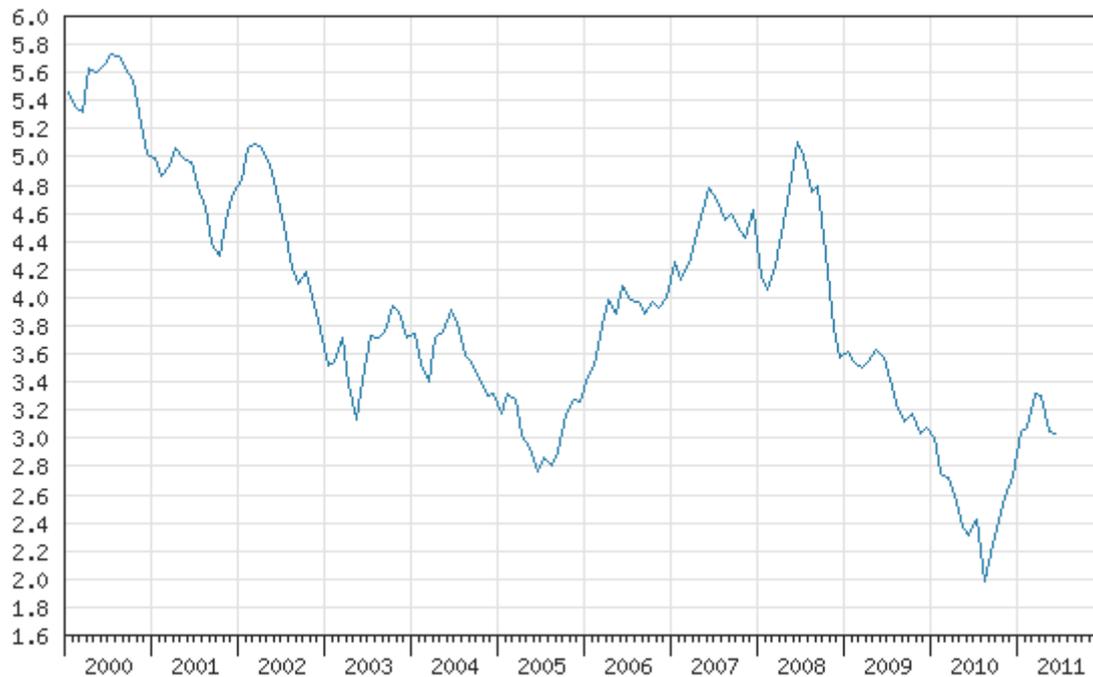


Abbildung 16: Renditen für Pfandbriefe mit fünfjähriger Restlaufzeit

Quelle: (Deutsche Bundesbank, 2011)

Auch hier lässt sich eine adäquate Entwicklung mit Renditeänderungen von 3 Prozentpunkten, jedoch über einen längeren Zeitraum von 2 Jahren, verfolgen, der in einen aktuellen Anstieg mündet.

Aus all dem lässt sich schließen, dass ein Zinsanstieg um mehrere Prozentpunkte nichts ungewöhnliches wäre.

Um zu erkennen, ob eine solche Zinsveränderung nach oben in existenzbedrohende Risiken für Wohnungsgesellschaften münden könnte, soll folgendes Szenario betrachtet werden:

Es wird ein Zinsanstieg für das Fremdkapital von 3 Prozentpunkten unterstellt. Da klassischerweise bei Immobilienkrediten mit längerer Laufzeit eine Zinsfestschreibung über fünf bis zehn Jahre vereinbart wird, besteht nicht die Gefahr, dass sich mit einem Mal die Konditionen für sämtliche bestehende Kredite verändern. Aus diesem Grund wird angenommen, dass sich diese Zinserhöhung auf 50 Prozent der bestehenden langfristigen Bankkredite auswirkt.

Diese fiktive Rechnung erbringt für die hier herausgesuchten acht Gesellschaften folgendes Ergebnis:

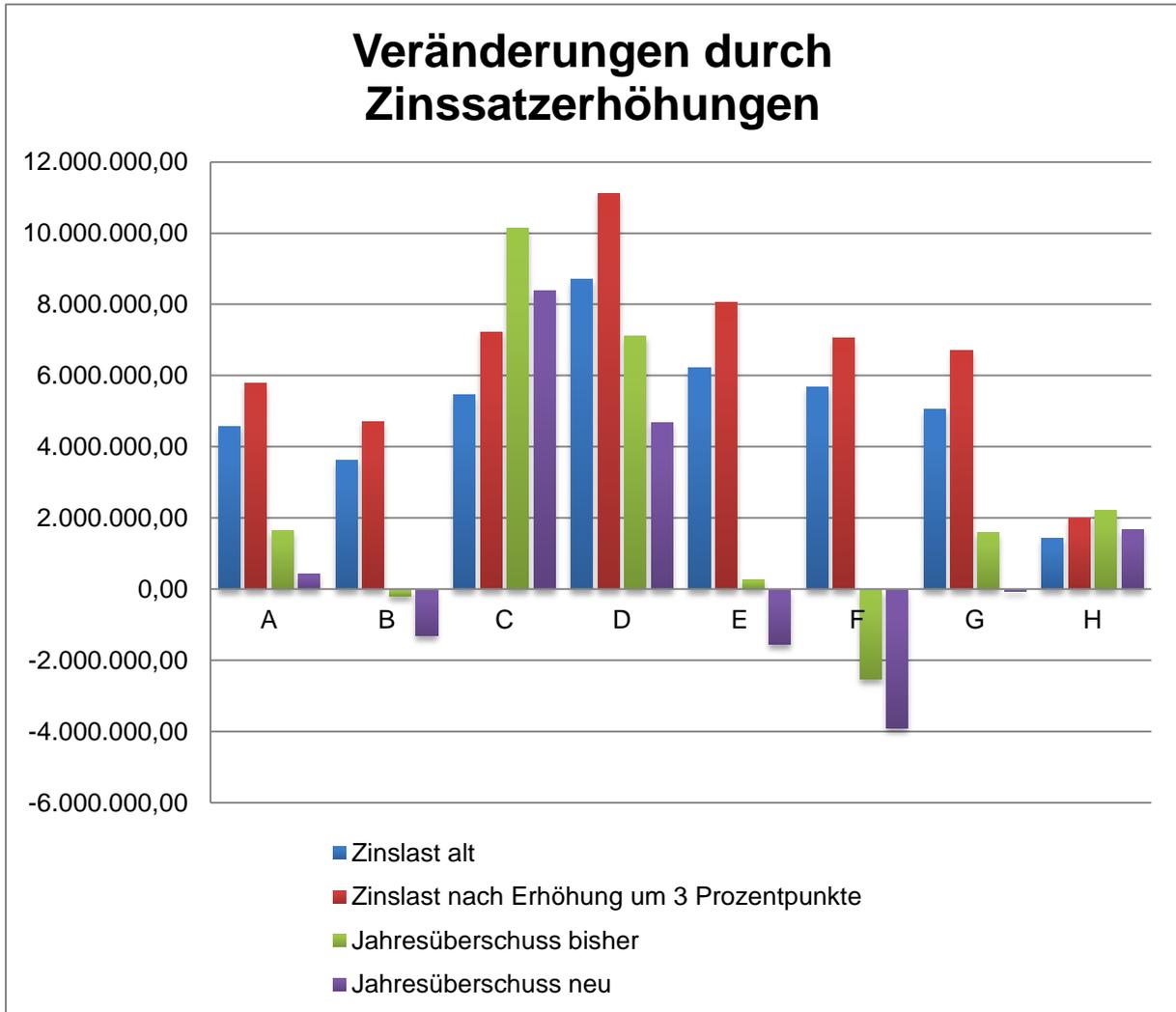


Abbildung 17: Veränderung des Ergebnisses durch Zinssatzerhöhungen bei Thüringer Wohnungsunternehmen

Quelle: eigene Berechnung nach (Bundesanzeiger, 2011)

Es wird deutlich, wie stark sich eine Zinssatzerhöhung auf den Jahresüberschuss auswirken würde. Immerhin die Hälfte der hier betrachteten Unternehmen würde ein negatives Jahresergebnis erwirtschaften. Die anderen Gesellschaften müssten Gewinneinbußen zwischen 20 und 75 Prozent hinnehmen.

Auch wenn das angenommene Szenario recht willkürlich ist, ist erkennbar, dass die aktuelle Gewinnsituation auch den aktuell niedrigen Zinsen zu verdanken ist. Berücksichtigt man, dass bereits heute eine Reihe von Unternehmen negative Ergebnisse ausweisen⁶⁷, wird deutlich, dass eine Veränderung der Zinskonditionen, wie oben angenommen, zu einer fühlbaren Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation führen würde.

⁶⁷ Bei der Auswertung von 128 veröffentlichten Jahresabschlüssen Thüringer Wohnungsunternehmen wiesen 24 einen Jahresfehlbetrag aus. Da bei kleineren Unternehmen die Gewinn- und Verlustrechnung nicht angegeben wird, ist dort nur der Bilanzgewinn ausgewiesen. Es ist anzunehmen, dass die Zahl der Unternehmen mit einem Jahresfehlbetrag deshalb noch höher ist.

Die Gefahr, dass in Thüringen großflächig Wohnungsunternehmen wegen Überschuldung insolvent würden, ist trotzdem nicht gegeben. Das hat vor allem bilanztechnische Gründe. Im Rahmen der DM-Eröffnungsbilanzen wurden seinerzeit relativ hohe Rücklagen gebildet, die das Eigenkapital stärken.

Allerdings steht zu vermuten, dass die Auswirkungen von Zinsänderungen auf Wohnungsgesellschaften in den alten Bundesländern eine ähnliche Wirkung entfalten würden. Die Eigenmittelquoten in den alten Bundesländern sind deutlich niedriger, als in den neuen Bundesländern. Im Jahr 2008 lagen sie bei durchschnittlich 29,5 %, wobei die als Kapitalgesellschaften firmierenden Unternehmen sogar nur durchschnittlich 26,7 % erreichten (zum Vergleich: Eigenmittelquote in den neuen Bundesländern 39,3 %) ⁶⁸.

⁶⁸ vgl. (GdW, 2010 b), Seite 147

5. Ansätze, um den Risiken zu begegnen

5.1 Veränderung der Kapitalstruktur

Bei den folgenden Überlegungen wird davon ausgegangen, dass die absolute Höhe des Kapitalbedarfs gegeben ist. Es steht also zunächst die Frage, ob es möglich ist, die Struktur zwischen Eigen- und Fremdkapital zu verschieben.

5.1.1 Außenfinanzierung durch Erhöhung des Beteiligungskapitals

Eine erste Variante wäre, neues Eigenkapital in Form einer Kapitalerhöhung zuzuführen.

Eigenkapital hat, wie bereits mehrfach angeführt, den Vorteil,

- keine regelmäßigen Zinszahlungen zu erfordern und
- praktisch unkündbar zu sein, also zeitlich unbefristet zur Verfügung zu stehen.

Daraus die Schlussfolgerung zu ziehen, mit der Zuführung von Eigenkapital die Sicherheit zu erhöhen, ist zwar einerseits richtig, aber andererseits an diverse Restriktionen gebunden. Zu nennen wären hauptsächlich:

a. Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber

Wie bereits angeführt, ist die in einer Wohnungsgesellschaft mit dem Modell „Bestandhalter“ erwirtschaftete durchschnittliche Rendite auf das Eigenkapital unterdurchschnittlich. Unter diesem Aspekt dürfte es schwierig sein, zusätzliche Eigenkapitalgeber zu akquirieren oder die bestehenden Eigentümer dazu zu bewegen, ihre Anteile aufzustocken. Lediglich dann, wenn Entscheidungen der Eigentümer nicht allen unter Renditegesichtspunkten getroffen werden, sondern auch unter dem Aspekt, eine inhaltliche Aufgabe zu erfüllen (z.B. Bereitstellung von Wohnraum durch die Kommune), kann davon ausgegangen werden, dass Eigenkapital auch dann zur Verfügung gestellt wird, wenn die Rendite eigentlich nicht ausreichend ist⁶⁹.

Befragungen von Wohnungsgenossenschaften in den alten Bundesländern haben ergeben, dass sich dort die Erwartungen der Mitglieder von Genossenschaften insbesondere an die Höhe von Ausschüttungen (Dividenden) von denen in den neuen Bundesländern zumeist deutlich unterscheiden. Wird beispielsweise in Thüringen allein die Bedienung der Genossenschaftsanteile durch Ausschüttung (und zwar unabhängig von der prozentualen Höhe der Dividendenzahlung) bereits als positives Signal wahrgenommen, spielt in den alten Bundesländern die Höhe der Zahlungen sehr wohl eine Rolle. Bezogen auf die eingezahlten Genossenschaftsanteile werden hier Renditeerwartungen gehegt, die z.T. deutlich über den bei Kreditinstituten erzielbaren Zinserträgen liegen.

⁶⁹ Von eventuellen rechtlichen Restriktionen, beispielsweise in Form von Einsprüchen der Rechnungs-höfe, wird hier abgesehen.

b. Gesellschaftsrechtliche Beherrschung

Wenn bisherige Gesellschafter nicht bereit sind, ihre Kapitalanteile aufzustocken, verhindert das im Gegenzug häufig auch die Aufnahme neuer Gesellschafter. Hintergrund ist, dass bisherige Anteile und damit Beherrschungsverhältnisse in der Gesellschaft nicht gravierend verändert werden sollen. Ein Beispiel dafür sind die Mehrzahl der in kommunalem Eigentum befindlichen Wohnungsgesellschaften. Aus unterschiedlichen Gründen (satzungsrechtliche, politische ...) wollen die Kommunen die Herrschaft über die Gesellschaft nicht aufgeben bzw. beschneiden lassen.

c. Verfügbarkeit von Eigenkapital

Die Frage, ob neues Eigenkapital zugeführt wird, ist oft nicht allein eine Frage des Willens, sondern des Könnens. So steht der Notwendigkeit, die Eigenkapitalausstattung zu erhöhen oft die Unmöglichkeit, dieses Kapital aufzubringen, gegenüber. Bei kommunalen Wohnungsunternehmen sprechen zuweilen haushaltsrechtliche Gründe dagegen.

Noch diffiziler ist die Situation bei Genossenschaften. Die Mehrheit der Mitglieder hat Kapital in Form der Genossenschaftsanteile eingebracht, um für eigene Wohnzwecke eine Wohnung zugewiesen zu bekommen. Ist das geschehen, sehen die Mitglieder der Genossenschaft im Allgemeinen keinen Grund dafür, weiteres Kapital aufzubringen, haben sie ihr persönliches Ziel doch erreicht. Ein Anreiz, durch die Erhöhung der Anzahl der eigenen Genossenschaftsanteile auch die Geschicke des Unternehmens umfassender zu bestimmen besteht nicht, da in Genossenschaften das Stimmrecht nach Köpfen und nicht nach eingebrachtem Kapital gilt⁷⁰.

Andererseits bestehen in einer Wohnungsgenossenschaft kaum Vorbehalte gegen die Aufnahme neuer Mitglieder. Diesen muss jedoch ein dem Genossenschaftszweck entsprechender Vorteil zuwachsen. Da das in der Regel die Bereitstellung von Wohnraum ist, ist die Mitgliederwerbung bei reinen Wohnungsgenossenschaften an den Bestand an Wohnungen gebunden.

Etwas anders liegen die Verhältnisse bei einer Wohnungsgenossenschaft mit Spareinrichtung⁷¹. Hier besteht die Möglichkeit, als Mitglied der Genossenschaft private Gelder in der Spareinrichtung der Genossenschaft anzulegen. Diese Möglichkeit kann zu einer Zunahme der Mitgliederzahl führen, ohne dass zusätzliche Wohneinheiten zur Verfügung stehen. Auf diese Weise kann das Eigenkapital absolut erhöht werden. Verbunden ist das aber mit einer Zunahme des Fremdkapitals, das in Form von Spareinlagen der Genossenschaft zur Verfügung steht. Dieses zusätzliche Fremdkapital übersteigt das aufzubringende Eigenkapital um ein Vielfaches, da bei den Sparern die rentierliche Geldanlage im Mittelpunkt steht und einzig relevanter Handlungsanreiz ist. Demzufolge verschiebt sich durch die Aufnahme von Sparern

⁷⁰ (Genossenschaftsgesetz (GenG)), § 43, Abs. 3

⁷¹ vgl. dazu auch Abschnitt 5.2, in dem u.a. auf die Möglichkeiten genossenschaftlicher Spareinrichtungen eingegangen wird.

die Kapitalstruktur zunächst deutlich in Richtung zunehmender Verschuldung. Diesem Trend entgegen wirkt, wenn das aufgenommene Fremdkapital in Form der Spareinlagen verwendet wird, um bisherige Fremdfinanzierungsquellen in Form von Bankkrediten abzulösen.

In diesem Kontext zu beachten ist weiterhin, dass Sparer, die nur aus dem Grund, Geld anzulegen, Mitglied der Genossenschaft werden, nicht daran interessiert sind, hohe Summen als Genossenschaftsanteil einzuzahlen, da das ihre Rentabilität mindert.

Der Versuch Sparer einzuwerben hat dazu geführt, dass teilweise die Höhe eines einzelnen Anteils, dessen Zeichnung Voraussetzung für die Nutzung der Spareinrichtung ist, satzungsgemäß reduziert wurde⁷². Auf diese Weise sollte die Einstiegshürde gesenkt werden. Andererseits bleibt dadurch der Zuwachs an Eigenkapital marginal.

5.1.2 Innenfinanzierung durch Selbstfinanzierung

Die preiswerteste Form der Finanzierung ist die Selbstfinanzierung durch das Einbehalten von Gewinnen. Das setzt voraus, dass ein Jahresüberschuss erwirtschaftet wurde. Der Blick auf eine Auswahl von Thüringer Wohnungsunternehmen macht deutlich, dass das Erwirtschaften eines Jahresüberschusses zwar in der Mehrzahl der Fälle, aber doch nicht durchgängig erfolgt.

Wird nun ein Jahresüberschuss erwirtschaftet, steht die Frage, was mit ihm geschieht. Grundsätzlich ist neben der Thesaurierung auch eine Ausschüttung an die Gesellschafter möglich. Durch Nachfragen bei diversen Gesellschaften verdichtet sich der Eindruck, dass hier (aus Sicht der Gesellschaft) überwiegend verantwortungsvoll mit erwirtschafteten Gewinnen umgegangen wird. Die Ausschüttungen bleiben gering und gestatten nur eine geringe „Verzinsung“ des Eigenkapitals⁷³.

So schüttete die Wohnungsgenossenschaft „Carl Zeiss“ eG in Jena in den Jahren 2008 bis 2010 lediglich zwischen 8,8 und 11,4 Prozent des ausgewiesenen Jahresüberschusses in Form von Dividendenzahlungen aus⁷⁴.

5.1.3 Zusammenfassende Beurteilung der eigenkapitalbasierten Möglichkeiten

Einige Ansatzmöglichkeiten bezüglich des Eigenkapitals sind demnach vorhanden, aber in ihrer Höhe und Wirkung begrenzt. Ein umfassender Ersatz von Fremdkapital durch Eigenmittel scheint kaum möglich zu sein.

⁷² So senkte die Wohnungsgenossenschaft Carl Zeiss eG in Jena durch einen Schnitt die Höhe eines Anteils von ursprünglich 155 € auf 15,50 €.

⁷³ Der Wertzuwachs in Form des steigenden Firmenwertes wird hier außer Acht gelassen, da er im Kalkül der Gesellschafter zumeist eine untergeordnete Rolle spielt. Zur modelltheoretischen Abbildung (Irrelevanz der Dividendenpolitik nach Modigliani/Miller und weitere Ansätze) vgl. u.a. (Spremann, 2007), Seiten 121 ff und 143 ff und (Berk, et al., 2007), Kapitel 17 (Seiten 531 ff)

⁷⁴ Quelle: interne Angaben des Unternehmens

Die Bildung von Gewinnrücklagen, wie sie praktiziert wird, dient vor allem dem Ausgleich von Preissteigerungen bei der Bewirtschaftung und Instandhaltung der Bestände. Darüber hinaus werden Rücklagen verwendet, um den Eigenkapitalanteil bei Investitionen abzusichern. Inwieweit Kapital für Investitionen benötigt wird, ist selbstredend abhängig von den tatsächlich durchgeführten Investitionen in Sachanlagen, bei Wohnungsgesellschaften also von der Errichtung von Wohnungen. Diese Investitionen halten sich aber in überschaubarem Rahmen. So wurde 2009 mit rund 159 000 Wohneinheiten bundesweit die geringste Zahl an jährlich fertiggestellten Wohnungen seit 1949 erzielt⁷⁵. Dieser Trend wurde zwar im Jahr 2010 voraussichtlich gestoppt, jedoch konzentriert sich das Investitionsvolumen auf einige Ballungsgebiete und Universitätsstädte, in denen sich aktuell eine Wohnungsknappheit abzeichnet.

All das bedeutet: Die *Außenfinanzierung* mit Eigenkapital stößt an ihre Grenze durch

- die Begrenztheit des zu den gegenwärtigen Konditionen verfügbaren Eigenkapitals und
- die nicht gewünschte Veränderung der Gesellschafterstruktur. Finanzinvestoren sollen nach Möglichkeit keinen entscheidenden Einfluss auf kommunale Immobilienbestände erhalten.

Die *Innenfinanzierung* durch das Einbehalten von Gewinnen wird praktiziert, ist aber eingeschränkt durch die in Summe unterdurchschnittlichen Jahresüberschüsse.

5.2 Steuerung des Fremdkapitalportfolios

Die nachfolgenden Überlegungen können nur Denkanstöße vermitteln. Es ist Aufgabe der Geschäftsführung der einzelnen Wohnungsunternehmen zu prüfen, ob die hier genannten Risiken für das jeweilige Unternehmen zutreffend sind und auf welche Art und Weise darauf reagiert werden kann.

5.2.1 Absolute Reduzierung des Fremdkapitals

Eine deutliche Verminderung des Fremdkapitals ohne zusätzliches Eigenkapital wird ohne Störungen der wirtschaftlichen Tätigkeit kaum möglich sein. Diese Variante kann als wenig wahrscheinlich charakterisiert werden und ist nur möglich, wenn aus den o.g. Quellen Eigenkapital fließt oder erwirtschaftetes Eigenkapital thesauriert und damit den Bedarf an Fremdkapital reduziert wird. Demzufolge besteht die Zielstellung darin, das Fremdkapitalportfolio so zu gestalten, dass unter Wahrung einer vertretbaren wirtschaftlichen Belastung durch Zinszahlungen höchstmögliche Sicherheit erreicht wird.

Trotzdem sollte man in regelmäßigen Abständen prüfen, ob der aktuelle Stand der Kreditfinanzierung tatsächlich erforderlich ist. Insbesondere ist zu durchleuchten, ob

⁷⁵ siehe (GdW, 2010 b), Seite 31

eventuell vorhandene Liquidität nicht zur Tilgung von Darlehen verwendet werden kann. Abhängig ist diese Möglichkeit u.a. von der Gestaltung der Kreditverträge, denn Sondertilgungen müssen in aller Regel vorher vereinbart sein. Beim Neuabschluss von Krediten wäre auf einen solchen Passus zu achten. Bestehen keine Sondertilgungsmöglichkeiten sollte zumindest beim Auslauf von Zinsbindungsfristen versucht werden, die Kredithöhe zu reduzieren.

Andere Aspekte, insbesondere die Frage steuerlicher Gestaltung, sind diesem Ziel der möglichst geringen Fremdfinanzierung unterzuordnen. Zwar spricht nichts gegen die Wahrnehmung aller Möglichkeiten, steuerliche Vorteile auszunutzen, jedoch sollte Fremdkapital nicht allein unter dem Aspekt von Steuersparmöglichkeiten vorgehalten werden.

Generell gilt also, dass das Fremdkapital auf das *wirtschaftlich notwendige Maß* zu reduzieren ist.

5.2.2 Diversifizierung

Streuung (Diversifizierung) reduziert Risiken⁷⁶. Das gilt sowohl für Geldanlagen⁷⁶, als auch für Kredite. Die angestrebte Streuung sollte insbesondere unter zwei Aspekten betrachtet werden:

1. Anzahl der Finanzierungspartner (Kreditinstitute): Hier ist zur Streuung ein ambivalentes Verhältnis zu verzeichnen. Einerseits ist es sinnvoll, sich nicht nur von einem (oder einigen wenigen) Kreditinstituten abhängig zu machen. Werden sämtliche Fremdfinanzierungen über eine einzige Hausbank abgewickelt, hat das zwar den Vorteil, dass auf Grund langfristiger Zusammenarbeit viele Hintergrundinformationen beim Kreditgeber vorhanden sind, die es ggf. erleichtern, neue Kredite aufzunehmen. Auch kann es dazu kommen, dass das Kreditinstitut wegen des damit verbundenen Kreditvolumens ebenfalls an langfristiger Zusammenarbeit interessiert ist, bis hin zu der Situation, dass eine kritische Lage des Kreditnehmers (der Wohnungsgesellschaft) in Form einer Zahlungsunfähigkeit auch bei der Bank zu relevanten Problemen führen kann. Das wäre vor allem dann der Fall, wenn regional ausgerichtete kleine Institute in hohem Maße ortsansässige Wohnungsgesellschaften finanzieren. Andererseits führt ein großes Portfolio finanzierender Banken dazu, dass Sicherheiten nicht optimal ausgenutzt werden. Das liegt daran, dass sich jedes Kreditinstitut nach Möglichkeit über erstrangige Grundschulden absichern wird und demzufolge freie Werte der Objekte nicht mehr als erstrangige Sicherheit zur Verfügung stehen.
2. Streuung der Laufzeiten: Hier ist darauf zu achten, dass nach Möglichkeit nicht zu einem einzigen Zeitpunkt oder innerhalb eines kurzen Zeitraumes umfangreiche Kredite zu prolongieren oder umzuschulden sind. Eventuelle Erhö-

⁷⁶ Die meisten Kapitalmarktmodelle haben die Diversifizierung von Geldanlagen und damit das Erzielen eines möglichst optimalen Rendite-Risiko-Mix zum Ziel. Siehe z.B. das Capital Asset Pricing Model, u.a. beschrieben bei (Franke, et al., 2004) Seiten 387 ff oder (Gräfer, et al., 2008) Seiten 261 ff

hungen des allgemeinen Zinsniveaus würden in solch einem Fall zu einer überproportionalen Verschlechterung des Unternehmensergebnisses führen. Dem Argument, dass eine Verringerung des allgemeinen Zinsniveaus andererseits zu einer überproportionalen Verbesserung führen würde, kann man zwar nicht direkt widersprechen, aber da es sich um künftige Entwicklungen handelt, ist das Eintreffen beider Versionen unsicher. Allerdings sind die Auswirkungen eines so entstehenden Risikos für das Unternehmen bedrohlich. Der Nutzen, von eventuellen Zinssenkungen zu profitieren, also ein unsicherer Zinsvorteil, kann dieses Risiko nicht aufwiegen. Ein Verändern der Streuung der Laufzeiten ist nicht ohne weiteres möglich, da sich an bereits abgeschlossene Verträge zu halten ist. Bei Neuabschlüssen jedoch kann man u.a. die Aufspaltung von größeren Krediten in unterschiedliche Tranchen mit differierenden Laufzeiten ins Auge fassen. Eine weitere Möglichkeit besteht darin, mit der Prolongation von Darlehen nicht bis zum Ende der Zinsfestschreibungszeiten zu warten, sondern sich durch das Ausnutzen von Forward-Darlehen bereits im Vorfeld aktuell günstige Zinssätze zu sichern. Das ist zumeist bis zu zwei Jahre im Voraus möglich. Ob man diese Möglichkeit ergreift, hängt vor allem von den eigenen Erwartungen künftiger Zinssatzentwicklungen und den mit einem Forward-Darlehen verbundenen Geldbeschaffungskosten ab.

5.2.3 Auslasten von Sicherheiten

Dieser Aspekt wurde bereits im letzten Abschnitt kurz gestreift. Seine Ausnutzung hängt stark von der Anzahl der finanzierenden Kreditinstitute ab. Zielstellung sollte sein, den möglichen Beleihungsrahmen von Immobilien auch auszuschöpfen. Auf diese Weise ist anzustreben, Objekte unbelastet von Grundpfandrechten zu halten. Ist das der Fall, erhält sich das Wohnungsunternehmen die Möglichkeit, in Fällen akuten Liquiditätsbedarfs vergleichsweise schnell zu einer neuen Kreditfinanzierung zu kommen. Auch die Finanzierung von Investitionen in den Immobilienbestand wird leichter möglich, wenn noch Beleihungsspielräume vorhanden sind.

Darüber hinaus führt das Vorhandensein erstrangiger und gutklassiger Sicherheiten in vielen Fällen zu einem günstigeren Kreditzins. Zumindest gilt das, wenn die Beleihungsgrenze von 60 Prozent des Beleihungswertes des einzelnen Objektes nicht überschritten wird.

Hat die Wohnungsgesellschaft die Wahl, müssten vor allem hochwertige Immobilien nach Möglichkeit unbelastet bleiben. Um das zu ermöglichen, ist, wie bereits im vorigen Abschnitt ausgeführt, die Auswahl der Kreditgeber sorgfältig zu planen.

5.2.4 Kreditvertragsgestaltung

Der Weiterverkauf von Kreditforderungen an Finanzinvestoren durch Kreditinstitute ist heute eine übliche Praxis. Vom Grundsatz ist dagegen nichts einzuwenden. Allerdings treten regelmäßig dann Probleme auf, wenn nach Ablauf der Zinsbindungsfrist Verträge verlängert werden sollen. Die Inhaber der Forderungen sind keine Kreditinstitute und vergeben demnach auch keine Kredite. Um dieser „Falle“ zu entgehen,

empfiehlt es sich, den Weiterverkauf von Forderungen vertraglich definitiv auszuschießen. Das bietet zwar auch keine Garantie, dass das finanzierende Kreditinstitut ein akzeptables Anschlussangebot vorlegt, jedoch ist die Wahrscheinlichkeit dafür deutlich höher.

5.2.5 Alternative Finanzierungsquellen

Letztlich ist zu überlegen, ob neben der Kreditfinanzierung durch Banken auch andere Finanzierungsquellen offenstehen. Möglichkeiten wären u.a.:

Anleihefinanzierung

Auf diese Möglichkeit wurde bereits in Abschnitt 3.2.2 hingewiesen. Die Mehrzahl der hier untersuchten Wohnungsunternehmen sind zu klein, um am Kapitalmarkt direkt Geld aufzunehmen. Um eine Unternehmensanleihe am freien Markt zu plazieren, sind im Allgemeinen Volumina im dreistelligen Millionenbereich erforderlich, was den Kapitalbedarf der zumeist regional orientierten Wohnungsgesellschaften deutlich überschreiten dürfte. Zutreffend ist dieses Volumen jedoch für große, überregional oder international tätige Vermieter. So agieren beispielsweise die größten Vermietungsgesellschaften Deutschlands, die Deutsche Annington und die Gagfah, auf diesem Markt⁷⁷. In den von solchen börsennotierten Unternehmen begebenen Anleihen werden die mit Wohnungen besicherten Kredite verbrieft.

Für kleinere Unternehmen, die im Fokus dieser Untersuchung stehen, bleibt z.B. die in Abschnitt 3.2.2 genannte Möglichkeit der Inhaberschuldverschreibungen. Ob das Finanzierungsmodell praktisch umsetzbar ist, bleibt bislang aber noch offen.

Genossenschaftliche Spareinrichtung

Im Gegensatz zur o.g. Anleihefinanzierung haben die bereits genannten genossenschaftliche Spareinrichtungen einerseits eine lange Tradition und erleben andererseits einen aktuellen Aufschwung. Das Modell ist kurz wie folgt zu charakterisieren:

Eine Wohnungsgenossenschaft kann bei Vorliegen bestimmter wirtschaftlicher und organisatorischer Voraussetzungen bei der nationalen Bankenaufsicht den Antrag auf Gründung einer genossenschaftlichen Spareinrichtung stellen. Wird diese Einrichtung installiert, führt das zu folgendem Effekt: Mitglieder der Genossenschaft können Spargelder in ihrer eigenen Genossenschaft anlegen. Die Spargelder werden zur Finanzierung des bestehenden Immobilienbestandes oder für Neuinvestitionen in den Immobilienbestand verwendet. Eine Weitergabe in Form von Krediten ist ausgeschlossen.

In der Höhe der zu zahlenden Zinssätze ist die Genossenschaft grundsätzlich frei. Sie wird dabei ins Kalkül ziehen, dass einerseits keine Risiken wegen des Ausfalls von Krediten bestehen, es werden ja keine Kredite vergeben. Die deshalb im Gegensatz zu anderen Kreditinstituten nicht vorhandenen und damit auch nicht in den Guthabenzinsen zu berücksichtigenden Kreditrisikokosten führen dazu, dass grundsätz-

⁷⁷ siehe z.B. (Handelsblatt, 2011)

lich höhere Zinsen an die Geldanleger gezahlt werden können, als das am Markt üblich ist. Andererseits werden die Spareinrichtungen diesen Vorteil nicht über Gebühr ausnutzen, denn höhere Einlagezinsen für die Sparer bedeuten höheren Aufwand für die Genossenschaft.

Insgesamt handelt es sich bei den Spareinlagen um Fremdkapital, das aber gegenüber einem Bankkredit Vorteile hat:

- Die Zinsen sind in den meisten Fällen niedriger, als bei vergleichbaren Bankkrediten.
- Es werden keine Sicherheiten vereinbart, damit bleiben mit Spareinlagen finanzierte Immobilien frei von Grundschulden.
- Die Spareinlagen sind zwar von Grundsatz her kündbar, jedoch besteht ein erheblicher „Bodensatz“ von formal kurzfristigen, aber langfristig nicht abgehobenen Spargeldern.

Die Wohnungsgenossenschaft geht damit ein Risiko aus Fristentransformation ein, das aber überschaubar bleibt. Um diesem Risiko zu begegnen, ist es sinnvoll, eine entsprechende Anzahl nicht mit Grundschulden belasteter Immobilien vorzuhalten, um im zwar unwahrscheinlichen, aber doch denkbaren Fall erhöhten Abzugs von Spareinlagen die dann angespannte Liquidität durch eine andere geeignete Form von Fremdkapital auszugleichen. In aller Regel wird das zunächst ein mit Grundschulden besicherter Kontokorrentkredit sein, der im Anschluss in eine langfristige Finanzierung umgewandelt werden kann.

Sale-and-lease-back

Als letzte Form sei noch das Sale-and-lease-back genannt. Hier werden Teile des eigenen Immobilienbestandes an eine Leasinggesellschaft veräußert und anschließend im Rahmen eines Leasingvertrages „zurückgeleast“. Dieses Vorgehen kann zweckmäßig sein, wenn beispielsweise eine weitere Fremdfinanzierung auf Grund zu geringen Eigenkapitals abgelehnt wird. Ob das Sale-and-lease-back wirtschaftlich überzeugend ist, ist im Einzelfall zu entscheiden. In das Kalkül einzubeziehen ist u.a., ob durch den Verkauf an die Leasinggesellschaft stille Reserven in den verkauften Objekten gehoben werden. Das Heben stiller Reserven birgt zum einen den Effekt, dass die Liquiditätssituation des Wohnungsunternehmens verbessert wird. Der Verkaufspreis wird sich nämlich am Verkehrswert und nicht am bilanziellen Wertansatz orientieren. Zum anderen führt das Heben stiller Reserven indessen regelmäßig zu Veräußerungsgewinnen, die dann zu versteuern sind. Gemindert wird dieser für das Wohnungsunternehmen ungünstige Effekt gegebenenfalls durch eine Verrechnung mit Verlustvorträgen oder laufenden Verlusten, wenn diese gegeben sind.

6. Fazit

Die bisherigen Ausführungen haben gezeigt, dass die aktuelle Situation der Wohnungsunternehmen keine Gewähr dafür bietet, dass auch künftig die wirtschaftlichen Ergebnisse ausreichen, um das langfristige Bestehen am Markt zu sichern. Die erheblichen Fremdmittel und die langfristige Bindung des Kapitals in Immobilien bergen die Gefahr in sich, dass eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen zu deutlichen Gewinneinbußen führt. Eine solche Erhöhung der Kreditzinsen ist nicht unwahrscheinlich. Im Sinne einer langfristig ausgerichteten Unternehmenspolitik sollten die Führungsgremien der Wohnungsgesellschaften dieses Risiko, das vor allem aus der Kapitalstruktur resultiert, für das eigene Unternehmen gezielt analysieren und gegebenenfalls entsprechende Gegenmaßnahmen einleiten. Eine gegenwärtig zufriedenstellende Ergebnissituation ist in vielen Fällen auch den aktuell relativ niedrigen Zinsen geschuldet und demzufolge nicht einfach in die Zukunft fortzuschreiben.

Ein allumfassendes Mittel gegen steigende Zinsen und damit verbundene erhöhte Aufwendungen gibt es nicht. Ansätze ergeben sich vor allem aus der gezielten Steuerung des Fremdkapitalportfolios und, wo möglich, aus dem Einsatz alternativer Finanzierungsmöglichkeiten.

Allerdings gibt es auch keinen Grund, nun in Panik zu verfallen. Veränderungen am Markt für langfristige Immobilienfinanzierungen ergeben sich nicht plötzlich, sondern peu a peu. Das gilt zumindest so lang, solange es keine deutlichen Verwerfungen gibt. Auf das Entstehen von Immobilienpreisblasen oder Ähnliches gibt es jedoch aktuell keine Hinweise, zumindest was den hier betrachteten Bereich der langfristig orientierten Bestandshalter betrifft.

Literaturverzeichnis

Becker, Peter. 2010. *Wertermittlung in der Immobilienwirtschaft.* <http://www.becker-info.homepage.t-online.de/Vortraege/Wertermittlung.pdf> : s.n., 2010.

Berk, Jonathan und DeMarzo, Peter. 2007. *Corporate Finance.* Boston u.a. : Pearson, 2007.

Börse Stuttgart. 12.02.2011. *Umlaufrendite und Daueremissionen.* [www.boerse-stuttgart.de] www.boerse-stuttgart.de/de/marktundkurse/anleihen/diverses/umlaufrenditeunddaueremissionen.html : s.n., 12.02.2011.

Bösch, Martin. 2009. *Finanzwirtschaft.* München : Vahlen, 2009.

Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung . 2008. *Raumordnungsprognose 2025 - BBR-Berichte Kompakt 2/2008.* Bonn : Selbstverlag des Bundesamtes, 2008.

Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung. 2005. *Raumordnungsbericht .* Bonn : Selbstverlag des Bundesamtes, 2005.

Bundesanzeiger. 2010. Elektronischer Bundesanzeiger. [Online] 2010. <https://www.unternehmensregister.de/ureg/>.

— . 2011. Elektronischer Bundesanzeiger. www.unternehmensregister.de. [Online] 2011. <https://www.unternehmensregister.de/ureg/>.

Bürgerliches Gesetzbuch (BGB). "*Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 17. Januar 2011 (BGBl. I S. 34) geändert worden ist*".

Däumler, Klaus-Dieter und Grabe, Jürgen. 2010. *Anwendung von Investitionsrechnungsverfahren in der Praxis.* Herne : nwb , 2010.

Deutsche Bundesbank. 2011. Zinssätze, Zeitreihen. www.bundesbank.de. [Online] 2011. [Zitat vom: 14. 07 2011.] http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen.php?first=1&open=zinsen&func=row&tr=SU0101&showGraph=1.

Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Januar. 2009. *Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2007.* Frankfurt am Main : Deutsche Bundesbank, 2009.

Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni. 2010. *Ausgedehnter Investitionszyklus bei stabilen Preisen: Angebot und Nachfrage am deutschen Wohnungsmarkt.* Frankfurt am Main : Deutsche Bundesbank, 2010.

D-Markbilanzgesetz (DMBiG). Gesetz über die Eröffnungsbilanz in Deutscher Mark und die Kapitalneufestsetzung. *D-Markbilanzgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 28. Juli 1994 (BGBl. I S. 1842).*

Economist (The). 08.02.2011. *The Economist house-price indicators.*

[www.economist.com]

http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2010/10/global_house_prices : s.n., 08.02.2011.

Esser, Ingeborg. 2004. *Basel II - Anforderungen an ein zukunftsfähiges Kreditmanagement der Genossenschaft.* s.l. : Vortrag auf dem Genossenschaftstag Magdeburg, 2004.

Franke, Günter und Hax, Herbert. 2004. *Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 5. Auflage.* Berlin u.a. : Springer, 2004.

GdW. 2010 a. *Den gesellschaftlichen und demografischen Wandel aktiv gestalten - Wohnungswirtschaft schafft Zukunft für ein sich änderndes Wohnen.* Hamburg : Hammonia, 2010 a.

—, 2010 c. *Inhaberschuldverschreibungen - Ein alternatives Finanzierungsinstrument für Wohnungsgenossenschaften - GdW Information 125.* Hamburg : Hammonia, 2010 c.

—, 2011. Website. [Online] 2011. <http://www.gdw.de/>.

—, 2007. *Wohnungswirtschaftliche Daten und Trends 2007/2008.* Hamburg : Hammonia, 2007.

—, 2009. *Wohnungswirtschaftliche Daten und Trends 2009/2010.* Berlin : GdW, 2009.

—, 2010 b. *Wohnungswirtschaftliche Daten und Trends 2010/2011.* Hamburg : Hammonia, 2010 b.

Genossenschaftsgesetz (GenG). *Genossenschaftsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 16. Oktober 2006 (BGBl. I S. 2230), das zuletzt durch Artikel 10 des Gesetzes vom 25. Mai 2009 (BGBl. I S. 1102) geändert worden ist.*

Godmode Trader. 12.02.2011. *Spanien platziert fünfjährige Anleihe im Volumen von €3 Mrd am Kapitalmarkt.* [www.godmode-trader.de] www.godmode-trader.de/nachricht : s.n., 12.02.2011.

Gräfer, Horst, Schiller, Bettina und Rösner, Sabrina. 2008. *Finanzierung, 6. Auflage.* Berlin : Schmidt, 2008.

Hallenberg, Bernd. 2006. *Die Transformation der Anbieterlandschaft, in: Verbandszeitschrift Heft 2/2006.* Berlin : vhw - Bundesverband für Wohnen und Stadtentwicklung e.V., 2006.

Handelsblatt. 2006. *Appetit auf öffentliche Wohnungen.* 2006.

—, 2011. *Große Vermieter streben Umschuldung an.*

<http://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/nachrichten/grosse-vermieter-streben-umschuldung-an/4322670.html> : s.n., 2011.

Handelsgesetzbuch (HGB). *Handelsgesetzbuch in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 8 des Gesetzes vom 1. März 2011 (BGBl. I S. 288) geändert worden ist.*

HSH Nordbank. 2008. *Branchenstudie Immobilien.* Hamburg : s.n., 2008.

Immobilienscout24. 08.02.2011. *Langfristige Preisentwicklung Wohnhäuser.*

[www.immobilienscout24.de]

http://www.immobilienscout24.de/de/immobilienbewertung/immobilienindex/preisentwicklung_wohnhaeuser_lang.jsp : s.n., 08.02.2011.

jenawohnen GmbH. 2010. *Jahresabschluss zum Geschäftsjahr vom 01.01.2009 bis zum 31.12.2009.* Jena : www.unternehmensregister.de, 2010.

Just, Tobias. 2010. *Deutsche Wohnimmobilien.* Frankfurt am Main : Deutsche Bank Research, 2010.

—, 2011. *Regionale Bevölkerungsprognosen - unsicher, instabil, dennoch wertvoll.* Frankfurt am Main : Deutsche Bank Research, 2011.

Kruschwitz, Lutz. 2007. *Investitionsrechnung.* München : Oldenbourg, 2007.

Modigliani, Franco und Miller, Merton H. 1958. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review*, S. 261–297. 1958, 48 vom 3. Juni 1958.

PTW - Prüfungsverband Thüringer Wohnungsunternehmen e.V. 2010. *Bericht über die Prüfung der Wohnungsgenossenschaft "Carl Zeiss" eG Jena für das Jahr 2009.* s.l. : internes Material, 2010.

—, 2011. *Bericht über die Prüfung der Wohnungsgenossenschaft "Carl Zeiss" eG Jena für das Jahr 2010.* s.l. : internes Material, 2011.

Raggamby, Nikolaus von. 2011. *Sicherheit schlägt Rendite bei Immobilienfonds. Financial Times Deutschland.* 2011, 19.02.2011.

Schulte, Karl-Werner. 2008. *Immobilienökonomie, Band I, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 4. Auflage.* München : Oldenbourg, 2008.

Schwaldt, Norbert. *Dresden droht Gagfah mit Milliarden-Klage. Die Welt online.* 23.03.2011.

Solomon, Ezra. 1963. *The Theory of Financial Management.* London : s.n., 1963.

Spremann, Klaus. 2007. *Finance (3. Auflage).* München : Oldenbourg, 2007.

Stadt Dresden verklagt Immobilienkonzern Gagfah. AFP. 25.03.2011,

Statista. 11.02.2011. *Durchschnittliche Eigenkapitalquote im deutschen Mittelstand von 2004 bis 2008.* [www.statista.com]

<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/150148/umfrage/durchschnittliche-eigenkapitalquote-im-deutschen-mittelstand/> : s.n., 11.02.2011.

—. **08.02.2011.** *Wohneigentumsquote in ausgewählten Ländern Europas im Jahr 2001 und 2005.* [www.statista.com]

<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/36407/umfrage/wohneigentum-in-europa/> : s.n., 08.02.2011.

Statistisches Bundesamt. 2008. *Auszug aus Wirtschaft und Statistik.* Wiesbaden : s.n., 2008.

vtw. 2010. *Betriebsvergleich 2010.* Erfurt : Verband Thüringer Wohnungs- und Immobilienwirtschaft e.V., 2010.

—. **2009.** *Daten und Fakten der unternehmerischen Wohnungswirtschaft in Thüringen.* Erfurt : Verband Thüringer Wohnungs- und Immobilienwirtschaft e.V., 2009.

Zantow, Roger. 2007. *Finanzwirtschaft der Unternehmung.* München : Pearson Studium, 2007.

Anhang

Liste der betrachteten Wohnungsgesellschaften

Allgemeine Wohnungsbaugenossenschaft Eisenach eG
 Allgemeine Wohnungsgenossenschaft e.G. Meiningen
 AWG Hildburghausen eG
 AWG Solidarität Zeulenroda eG
 AWG Wohnungsgenossenschaft eG Altenburg
 Erfurter Wohnungsbaugenossenschaft Borntal eG
 Ernst- Abbe- Siedlung GmbH Jena
 Friedrich-Ebert-Hof e.G. Wohnungsgenossenschaft Bad Salzungen
 Gemeinnützige Wohnungsbaugenossenschaft der Eisenbahner eG
 Gemeinnützige Wohnungsbaugenossenschaft Selbsthilfe Saalfeld
 Gemeinnützige Wohnungsgenossenschaft Greiz eG
 Gemeinnützige Wohnungsgenossenschaft Weimar eG
 GWB Elstertal -Geraer Wohnungsbaugesellschaft mbH
 Heimstätten Genossenschaft Jena eG
 KoWoKommunale Wohnungsgesellschaft mbH Erfurt
 Ronneburger Wohnungsgesellschaft mbH
 Städtische Wohnungsgesellschaft Eisenach mbH
 Städtische Wohnungsgesellschaft mbH Altenburg
 Vereinigte Wohnungsgenossenschaft Arnstadt von 1954
 Wohnungsbau Glück auf eG Sondershausen
 Wohnungsbaugenossenschaft "Gut Heim" eG, Erfurt
 Wohnungsbaugenossenschaft Aufbau Gera eG
 Wohnungsbaugenossenschaft eG Südharz Nordhausen
 Wohnungsbau-Genossenschaft Erfurt eG
 Wohnungsbaugenossenschaft Gera Glück Auf eG
 Wohnungsbaugenossenschaft Gotha
 Wohnungsbaugenossenschaft Ilmenau/ Thüringen
 Wohnungsbaugesellschaft der Stadt Arnstadt mbH
 Wohnungsbaugesellschaft mbH Meiningen
 Wohnungsgenossenschaft eG-Textil- Greiz
 Wohnungsgenossenschaft Eisenberg/ Thüringen eG
 Wohnungsgenossenschaft Heiligenstadt eG
 Wohnungsgenossenschaft Hermsdorf eG
 Wohnungsgenossenschaft Jena 1918 eG
 Wohnungsgenossenschaft Rudolstadt- Culmbach e.G.
 Wohnungsgenossenschaft Rudolstadt eG
 Wohnungsgenossenschaft Saaletal Jena eG
 Wohnungsgenossenschaft Saalfeld eG
 Wohnungsgenossenschaft Schmalkalden eG
 Wohnungsgenossenschaft Weißensee e.G.
 Wohnungsgenossenschaft Weißensee/ Straußfurt eG
 Wohnungsgesellschaft Hildburghausen mbH

Liste der Wohnungsgesellschaften, die dem Abschnitt 4.3 zugrundeliegen

AWG Wohnungsbaugenossenschaft „Rennsteig“ eG Suhl

GWB „Elstertal“ Geraer Wohnungsbaugesellschaft mit beschränkter Haftung

jenawohnen GmbH Jena

KoWo-Kommunale Wohnungsgesellschaft mbH Erfurt

Städtische Wohnungsgesellschaft Altenburg mbH

Wohnungsbaugenossenschaft „Aufbau“ Gera eG

Wohnungsbaugenossenschaft eG Südharz Nordhausen

Wohnungsgenossenschaft Carl Zeiss eG Jena

Wirtschaftswissenschaftliche Schriften

Jahrgang 2011

Geyer, H., 2011, Besonderheiten bei der Finanzierung von Wohnungsgesellschaften – unter besonderer Beachtung der Risiken aus Zinsänderungen, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 2/2011, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena

Lehmann, M.-Ch., 2011, Demografischer Wandel – Identifikation von personalwirtschaftlichen Handlungsfeldern auf Basis einer Altersstrukturanalyse am Praxisbeispiel Commerz Real AG, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2011, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena

Jahrgang 2010

Döring, S., 2010, Zusammen flexibel ist man weniger allein? Eine empirische Analyse der neuen Arbeitsform Coworking als Möglichkeit der Wissensgenerierung, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2010, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena

Jahrgang 2009

Pfeil, S., 2009, Kritische Darstellung der theoretischen Grundlagen zum Bildungscontrolling bei verhaltensorientierten Personalentwicklungsmaßnahmen, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 2/2009, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena

Krähmer, Ch., Stoetzer, W.-M., 2009, Die Nachfrageeffekte der Hochschulen in Jena - Eine Regionalökonomische Analyse der Einkommens- und Beschäftigungswirkungen, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2009, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena

Jahrgang 2008

Dietmann, C., 2008, Kann denn Siegen Sünde sein? Die Ökonomik des Dopings am Beispiel des Radsports, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2008, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena