

Andreas Filser, Heinz Rehkugler

**Marktverhalten und Performance
von Wohnungsunternehmen**

**Gemein- und privatwirtschaftliche
Unternehmen im empirischen Vergleich**

Immobilienwirtschaftliche Schriftenreihe von CRES und DIA

Band 8 | Heinz Rehkugler, Marco Wölfle (Hrsg.)

Bereits in der Reihe erschienen:

- Band 1 | Preistransparenz auf Immobilienmärkten
- Band 2 | Einflussfaktoren des Erwerbs einer selbstgenutzten Immobilie
- Band 3 | Alternative Bewertungsmethoden im Lichte internationaler Immobilienmarktstrukturen
- Band 4 | Geld- und Wohn-Riester als Instrumente staatlicher Altersvorsorgeförderung
- Band 5 | Situativer Einsatz von Sales Forecasting-Verfahren
- Band 6 | Zinsmanagement in der Wohnungswirtschaft
- Band 7 | Private Information Production and Bank Lending

Andreas Filser, Heinz Rehkugler

**Marktverhalten und Performance
von Wohnungsunternehmen**

**Gemein- und privatwirtschaftliche
Unternehmen im empirischen Vergleich**

Immobilienwirtschaftliche Schriftenreihe von CRES und DIA

Band 8 | Heinz Rehkugler, Marco Wölfle (Hrsg.)

Impressum

© 2022 Steinbeis-Edition

Hinweis im Sinne des Gleichbehandlungsgesetzes: Aus Gründen der leichteren Lesbarkeit wird auf eine geschlechtsspezifische Differenzierung verzichtet. Entsprechende Begriffe gelten im Sinne des Gleichbehandlungsgesetzes für alle Geschlechter.

Alle Rechte der Verbreitung, auch durch Film, Funk und Fernsehen, fotomechanische Wiedergabe, Tonträger jeder Art, auszugsweisen Nachdruck oder Einspeicherung und Rückgewinnung in Datenverarbeitungsanlagen aller Art, sind vorbehalten.

Immobilienwirtschaftliche Schriftenreihe von CRES und DIA
Band 8 | Heinz Rehkugler, Marco Wölflé (Hrsg.)

Andreas Filser, Heinz Rehkugler
Marktverhalten und Performance von Wohnungsunternehmen
Gemein- und privatwirtschaftliche Unternehmen im empirischen Vergleich

1. Auflage, 2022 | Steinbeis-Edition, Stuttgart
ISBN 978-3-95663-276-1 | Dieses Buch ist auch als Print-Version erhältlich: ISBN 978-3-95663-275-4

Satz: Andreas Filser; technisch aufbereitet von Steinbeis-Edition

Steinbeis ist mit seiner Plattform ein verlässlicher Partner für Unternehmensgründungen und Projekte. Wir unterstützen Menschen und Organisationen aus dem akademischen und wirtschaftlichen Umfeld, die ihr Know-how durch konkrete Projekte in Forschung, Entwicklung, Beratung und Qualifizierung unternehmerisch und praxisnah zur Anwendung bringen wollen. Über unsere Plattform wurden bereits über 2.000 Unternehmen gegründet. Entstanden ist ein Verbund aus mehr als 6.000 Experten in rund 1.100 Unternehmen, die jährlich mit mehr als 10.000 Kunden Projekte durchführen. So werden Unternehmen und Mitarbeiter professionell in der Kompetenzbildung und damit für den Erfolg im Wettbewerb unterstützt. Die Steinbeis-Edition verlegt ausgewählte Themen aus dem Steinbeis-Verbund.

221602-2022-05 | www.steinbeis-edition.de

Vorwort zur Reihe

Seit 1995 engagiert sich die Deutsche Immobilien-Akademie DIA, eines der größten überregionalen Weiterbildungsinstitute für die Immobilien- und Finanzwirtschaft, mit steigendem Erfolg in der beruflichen Weiterbildung. Mehr als 1 500 Teilnehmer pro Jahr absolvieren die unterschiedlichsten Studiengänge. Seit 1997 besteht ein Kooperationsvertrag mit der Universität Freiburg. Träger der gemeinnützigen Gesellschaft sind die Verwaltungs- und Wirtschafts-Akademie (VWA) für den Regierungsbezirk Freiburg e. V. und der Immobilienverband Deutschland (IVD).

Die DIA bietet ein vielfältiges Weiterbildungsangebot in den Bereichen Immobilienwirtschaft, Sachverständigenwesen und Vermögensmanagement – speziell für Berufstätige. Als Bildungsträger führt die Akademie qualifizierte, durch jährliche Zertifizierungsaudits geprüfte Seminare und Studiengänge im Bereich der berufsbegleitenden Erwachsenen-Fort- und Weiterbildung durch.

Im Sommer 2008 wurde auf Initiative der Deutschen Immobilien-Akademie (DIA) mit dem Center for Real Estate Studies CRES ein neues immobilienwirtschaftliches Institut an der Steinbeis-Hochschule in Berlin gegründet, um die Aktivitäten in Forschung und Lehre weiter vorantreiben zu können. Über die bisherigen Tätigkeiten der DIA hinausgehend, avancierte das CRES innerhalb kurzer Zeit zu einem der führenden Institute für duale und berufsbegleitende Studiengänge im Immobilienbereich.

In der Lehre besteht die Aufgabe des CRES in der Organisation und Durchführung von Studiengängen in der Fachrichtung Immobilienwirtschaft / Real Estate. Als Steinbeis-Transfer-Institut kann das CRES duale und berufsbegleitende Studienprogramme mit den Abschlüssen zum Bachelor und Master sowie die Betreuung und Durchführung von Promotionen anbieten.

Ein wissenschaftliches Institut wird wesentlich über seinen Forschungsoutput getragen. Deshalb engagiert sich das CRES intensiv im Bereich der immobilienwirtschaftlichen Forschung, die natürlich auch ein wesentlicher Treiber der Lehrinhalte ist. Zu den vielfältigen Forschungsarbeiten der jüngeren Vergangenheit zählen z. B.:

- Marktstudie über das Angebot an Ferienimmobilien auf den Balearen
- Studie über den Zusammenhang von Lärm und Immobilienwert
- Verschiedene Studien im Zusammenhang mit der Mietregulierung
- Energetische Sanierung von Wohngebäuden – Wirtschaftlichkeit vs. Klimaschutz
- Überwälzung der Kosten energetischer Sanierung von Mietwohnungen
- Geld- und Wohn-Riester als Instrumente staatlicher Altersvorsorgeförderung
- Marktstudie zu Bestandsmieten in Hamburg
- Erschwinglichkeit von Wohneigentum in Deutschland
- Zinshausmarktbericht Deutschland
- Zinsmanagement in der Wohnungswirtschaft
- Gehaltsstudien zur Immobilienwirtschaft mit regelmäßigen Erhebungen zu Verwalterentgelten

Der Forschungsoutput benötigt eine geeignete Veröffentlichungsplattform. Deshalb haben sich die wissenschaftlichen Leiter der DIA und des CRES entschlossen, eine Schriftenreihe zu etablieren. Unter dem Titel „Immobilienwirtschaftliche Schriftenreihe von CRES und DIA“ erscheinen innerhalb der Steinbeis-Edition ausgewählte Studien, die vom wissenschaftlichen Team der beiden Institutionen bzw. im Rahmen von Dissertationen erarbeitet worden sind.

Das Team der Herausgeber hofft, den Lesern mit dieser Schriftenreihe interessante Beiträge zur immobilienwirtschaftlichen Forschung und so neue Impulse zur Weiterentwicklung dieses wirtschaftlich so bedeutenden Sektors liefern zu können.

Für die DIA

Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen

Prof. Dr. Dr. h. c. Hans-Hermann Francke

Für das CRES

Prof. Dr. Heinz Rehkugler

Prof. Dr. Marco Wölfle

Danksagung

Wir danken

dem alumni immo freiburg e. V.

dem Forschungsverband für Immobilien-, Hypotheken- und Baurecht e. V.

für die finanzielle Unterstützung des Forschungsprojekts.

Kurzfassung/Summary

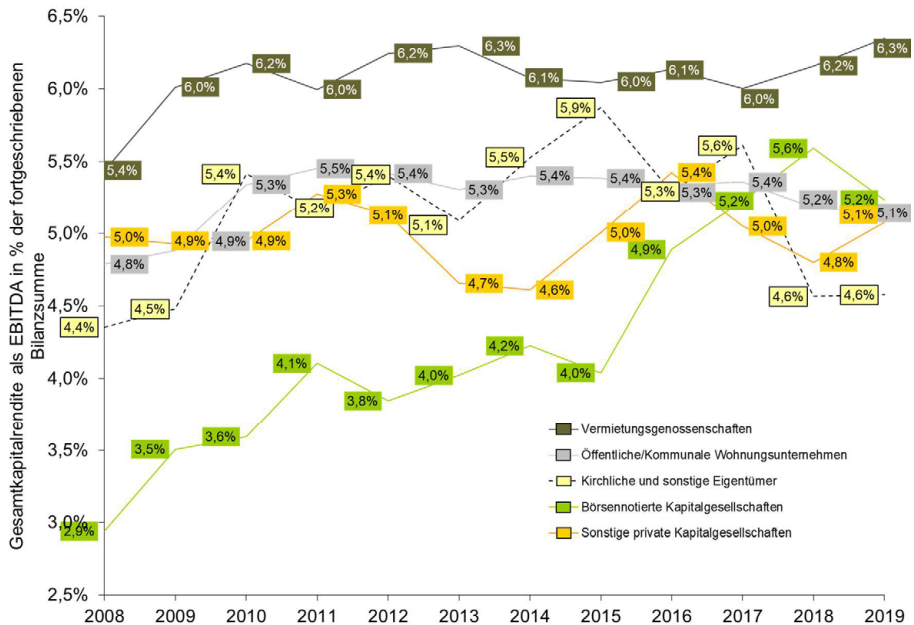
Die vorliegende Studie befasst sich mit der Performance von 130 teils gemeinwirtschaftlich, teils gewinnorientiert agierenden Wohnungsunternehmen in den Jahren 2008–2019. Auslöser der Untersuchung war die angesichts anhaltender Wohnungsknappheit und in vielen Städten massiv steigender Mieten zunehmend hitzige Diskussion um eine Begrenzung des Markteinflusses von (großen) privatwirtschaftlich agierenden Wohnungsunternehmen, die vor allem auch an den enormen Renditen der Investoren börsennotierter Gesellschaften festgemacht wird.

Die Studie will einen Beitrag zur ökonomischen Fundierung dieser Debatte liefern. Sie prüft hierzu auf breiter empirischer Basis anhand von Jahresabschlüssen, ob und gegebenenfalls in welcher Art und in welchem Umfang sich verschiedene Typen von Wohnungsunternehmen mit privater, kommunaler, genossenschaftlicher oder kirchlicher Trägerschaft in ihrem Marktverhalten und ihrer ökonomischen Performance im vergangenen Jahrzehnt tatsächlich unterschieden haben. Als eine besondere Gruppe privatwirtschaftlicher und gewinnorientierter Unternehmen werden börsennotierte Wohnungsgesellschaften analysiert.

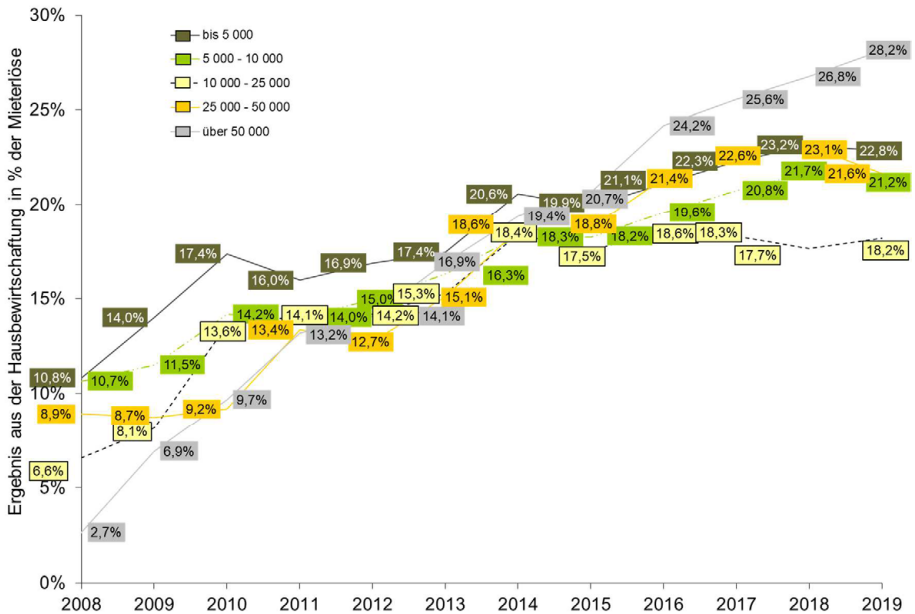
Wesentliche Ergebnisse sind:

Die aus den Jahresabschlussdaten berechneten Gesamt- und Eigenkapitalrenditen suggerieren vor allem für die jüngeren Jahre große Unterschiede zugunsten der gewinnorientierten Unternehmen. Dies führt jedoch in die Irre. Denn die bei ihnen gemessenen hohen Renditen resultieren weit überwiegend aus der unterschiedlichen Rechnungslegung. Bei Konzernabschlüssen nach IFRS mit Wahl der Fair-Value-Option – dies trifft auf fast alle untersuchten gewinnorientierten Unternehmen zu – finden sich alle periodischen Wertveränderungen im Ertrag und die jeweiligen Marktwerte in der Kapitalgröße wieder. Dem stehen bei HGB-Abschlüssen – dies gilt für fast alle gemeinwirtschaftlichen Unternehmen – in der Erfolgsrechnung die Abschreibungen und in der Bilanz die fortgeführten Anschaffungskosten gegenüber. Solche Kapitalrenditen lassen

sich nicht sinnvoll vergleichen und interpretieren. Nach einer Bereinigung der Erfolgs- und Kapitalgrößen um diese Wertveränderungen verschwindet der Renditevorsprung der Gruppe der gewinnorientierten Unternehmen völlig. Ein systematischer Unterschied der am EBITDA und dem bereinigten Gesamtkapital festgemachten operativen Renditen der unterschiedenen Eigentümergruppen lässt sich nicht erkennen.



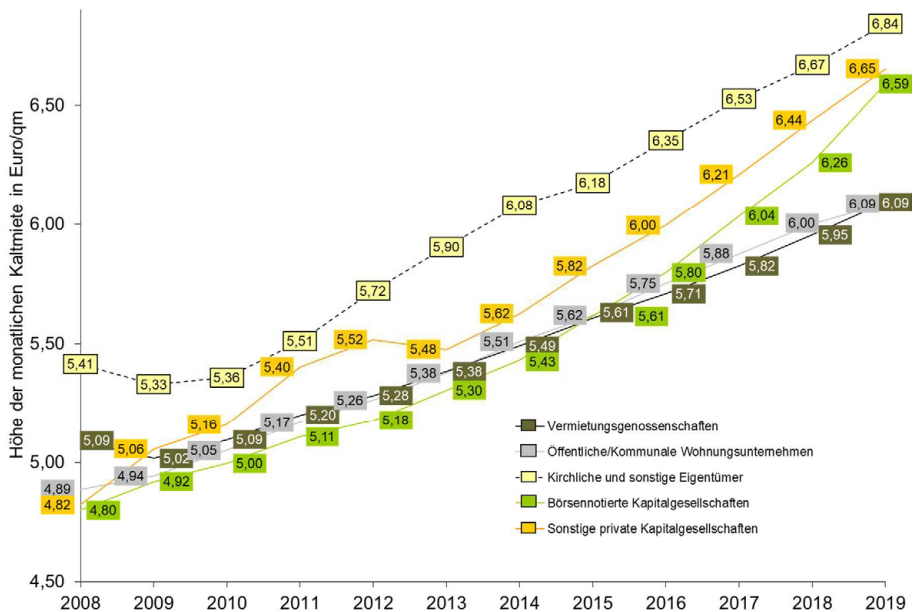
Weiter differenzierende Kennzahlen der operativen Performance, so die Mietrendite als das Ergebnis aus der Hausbewirtschaftung in Prozent der Warmmieten sowie der Rohertrag im Verhältnis zum Umsatz aus der Hausbewirtschaftung, die weitgehend von der Rechnungslegungsbasis unbeeinflusst sind, lassen vor allem in den jüngeren Jahren einen leichten Vorteil der privatwirtschaftlichen Unternehmen im Niveau und der Dynamik erkennen, der aber entgegen den Erwartungen eher moderat ausfällt. Ein positiver Einfluss der Unternehmensgröße zeigt sich zudem erstaunlicherweise nur für die Gruppe der größten Bestandshalter (über 50 000 Wohneinheiten).



Einen wesentlichen Erklärungsbeitrag hierfür liefert die Entwicklung der Mieten und des Leerstands. Im absoluten Niveau der Mieten bewegen sich die privatwirtschaftlichen Unternehmen zwar im Mittelfeld der Eigentümergruppen. Mit Mietsteigerungsraten von ca. 37 % über den gesamten Betrachtungszeitraum und stärker steigenden Raten in den jüngeren Jahren haben sie aber das Marktpotenzial weit stärker ausgenutzt als die gemeinwirtschaftlichen Unternehmen, die in diesem Zeitraum durchschnittlich zwischen 20 und 26 % erhöht haben.

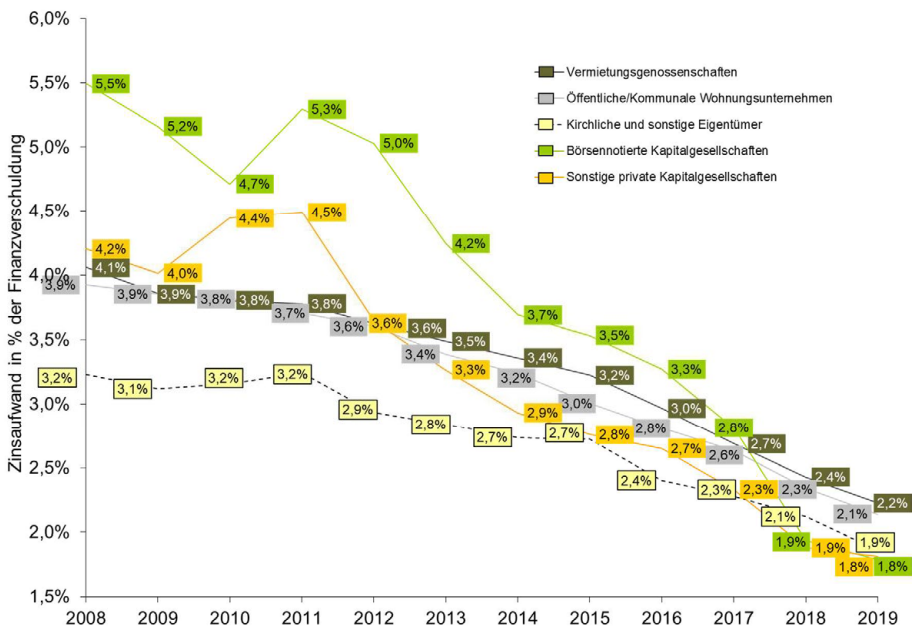
Beim Niveau der jährlichen Steigerungsraten der Mieten (bei den privatwirtschaftlichen Unternehmen durchschnittlich 3,4 %, bei den börsennotierten Unternehmen in den letzten drei Jahren 4,6 %) ist zudem zu berücksichtigen, dass sie Bestandsmieten, Wiedervermietungsmieten, Neubaumieten und Mieten nach Modernisierungen enthalten. Die gute Marktentwicklung hat es Unternehmen aller Eigentümergruppen ermöglicht, den Leerstand beträchtlich abzubauen. Im Ergebnis ist festzuhalten, dass insbesondere die erreichten Verbesserungen der Ertragsseite bei den börsennotierten Gesellschaften zu einer durchgreifenden Verbesserung bei den Kosten- /Ertragsrelationen geführt haben, so

dass sich diese zum Ende des Betrachtungszeitraums gegenüber den anderen Eigentümergruppen in Bezug auf die Profitabilität im Kerngeschäftsfeld der Hausbewirtschaftung abheben können. Wiederum lässt sich ein starker Größeneffekt nur für die größten Bestandhalter nachweisen.



Angesichts der typischen hohen Verschuldung von Wohnungsgesellschaften trägt der Finanzbereich nicht unwesentlich zur Gesamtpformance bei. Die finanzielle Entwicklung der untersuchten Unternehmen ist entscheidend von den rückläufigen Zinsen an den Kapitalmärkten getragen worden. Insgesamt lässt sich im Finanzbereich zumindest in den jüngeren Jahren keine strukturelle Über- oder Unterlegenheit einer Eigentümergruppe oder Größenklasse ausmachen. Sowohl bei den Zinsaufwendungen je aufgenommenen Krediteinheit als auch bei der Entschuldungsfähigkeit über den operativen Cashflow ist eher eine deutliche Annäherung der Zahlen zwischen den Unternehmensgruppen auszumachen. Dabei konnten insbesondere die börsennotierten und sonstigen privaten Gesellschaften sowohl ihre anfänglich weit höhere durchschnittliche Zinslast durch günstigere Refinanzierungen deutlich senken (Abbildung) als auch ihre operative

Entschuldungsfähigkeit, gemessen am dynamischen Verschuldungsgrad, massiv verbessern. Zugleich haben sie durch den verstärkten Abschluss langfristiger Kreditaufnahmen die Reichweite ihrer Finanzierungsbasis erhöht und bestehende zahlungsbezogene Zinsänderungsrisiken abgebaut. Allerdings sind die gewinnorientierten Unternehmen aufgrund der in Relation zu den erwirtschafteten operativen Cashflows weit höheren Ausschüttungen deutlich stärker auf die Kapital- und Kreditmärkte als Quellen für die Finanzierung des kräftigen Wachstums angewiesen. Zudem weisen die börsennotierten Gesellschaften eine deutliche geringere Resilienz gegenüber einem Anstieg der Renditen an den Kapitalmärkten auf. Dies ist sowohl durch die geringere Innenfinanzierungskraft in Gestalt des nach Ausschüttungen im Unternehmen verbleibenden operativen Cashflows als auch durch die höhere flächenbezogene Verschuldung bedingt.



Die bei einem Investment in börsennotierte deutsche Wohnimmobilien-AGs für das letzte Jahrzehnt erzielten Perioden-Totalrenditen (inkl. Wiederanlage der Ausschüttungen) liegen mit Werten von fast durchgängig 20 % und mehr enorm hoch. Es zeigt sich aber deutlich, dass sie nur zu einem geringen Anteil die Überschüsse widerspiegeln und aus

ihnen gespeist sind, die die Unternehmen in ihrem operativen Geschäft erwirtschaftet haben. Die aufgezeigten Miethöhen und deren Steigerungen haben dazu nur partiell beigetragen. Vielmehr haben dominant externe Effekte wie die massive Reduzierung der Kapitalmarktzinsen und die positive Entwicklung der Wohnungsnachfrage die Aktienkurse und damit die Anlegerrenditen nach oben getragen.

Zusammenfassend lässt sich damit die verbesserte operative Performance zu großen Teilen auf externe Einflüsse auf den Wohnungsmärkten (Steigerung der Nachfrage) sowie auf den Finanzmärkten (Reduktion der Zinsen) zurückführen. Die Unternehmen aller Trägergruppen haben davon profitiert, vor allem durch starke Einsparungen bei den Zinslasten und beim Abbau von Leerständen. Die gewinnorientierten Unternehmen haben aber die sich bietenden Spielräume für Mieterhöhungen deutlich stärker genutzt als die anderen. Performancesssteigerungen durch die Ausnutzung von Größeneffekten treten im Vergleich dazu in den Hintergrund.

Für künftige Perioden sind vergleichbar hohe Steigerungen der Performance wohl nicht mehr zu erwarten. Wieder ansteigende Kreditzinsen, vor allem aber auch zunehmende umfangreiche Verpflichtungen der energetischen Sanierung der Bestände dürften belastend wirken.

Inhaltsverzeichnis

1.	Motivation und Zielsetzung der Untersuchung.....	1
2.	Literaturanalyse und erste Hypothesen.....	5
3.	Datenbasis und Auswertungsschwierigkeiten.....	11
3.1.	Verfügbare und ausgewählte Daten.....	11
3.2.	Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse.....	16
4.	Performance auf Unternehmensebene: Kapitalrenditen.....	20
4.1.	Kennzahlen.....	20
4.2.	Realisierte Gesamtkapitalrenditen.....	21
4.3.	Realisierte Eigenkapitalrenditen.....	25
4.4.	Interpretation der Ergebnisse und Umgang mit Vergleichsproblemen.....	31
4.5.	Bereinigte Kapitalrenditen.....	44
4.5.1.	Komponenten des Jahresergebnisses.....	45
4.5.2.	Betriebsergebnis.....	46
4.5.3.	Angleichung des Gesamtkapitals.....	49
4.5.4.	Bereinigte operative Gesamtkapitalrenditen.....	53
4.5.5.	Bereinigte (operative) Eigenkapitalrenditen.....	57
4.5.6.	Interpretation der Ergebnisse.....	60
5.	Performance auf Unternehmensebene: Bewirtschaftung des Immobilienbestands.....	63
5.1.	Margen bei der Wohnungsbewirtschaftung.....	63
5.1.1.	Ergebnis aus der Hausbewirtschaftung in % der Umsatzerlöse aus der Hausbewirtschaftung.....	63
5.1.2.	Rohrertrag aus der Hausbewirtschaftung in % der Umsatzerlöse aus der Hausbewirtschaftung.....	66
5.2.	Mietentwicklung und Mietgestaltung.....	69
5.2.1.	Mietniveaus und Mietdynamik im Vergleich.....	69
5.2.2.	Einflussfaktoren der Mietdynamik.....	74
5.2.2.1.	Mietpreis- und Belegungsbindungen.....	74
5.2.2.2.	Fluktuation.....	76
5.2.2.3.	Modernisierung.....	79
5.2.2.4.	Leerstand.....	80
5.3.	Bewirtschaftungskosten.....	84
5.3.1.	Hausbewirtschaftungsaufwand.....	84
5.3.2.	Personal- und Sachkosten.....	87

5.4.	Einschätzung der operativen Performance	91
6.	Performance auf Unternehmensebene: Finanzergebnis.....	93
6.1.	Zinsaufwand/-ertrag und Verschuldungshebel	93
6.2.	Cashflows und Tilgungsfähigkeit.....	100
6.3.	Auswirkungen der Investitionsstrategie auf die Finanzierungslasten.....	105
6.4.	Vergleichende Beurteilung der finanziellen Performance.....	109
7.	Performance auf Gesellschafterebene.....	111
7.1.	Komponenten des monetären Erfolgs auf Gesellschafterebene.....	113
7.1.1.	Ausschüttungen	113
7.1.2.	Veränderung des Eigenkapitalanteils durch Einbehaltung von Gewinnen und durch Wertsteigerungen.....	118
7.1.3.	Veränderung der Anteilswerte an Kapitalmärkten	119
7.1.4.	Totalrenditen.....	123
7.1.5.	Risikoadjustierte Rendite.....	127
7.2.	Indirekte und nicht-monetäre Erfolgskomponenten	129
7.3.	Gesamtbeurteilung des Erfolgs auf Gesellschafterebene.....	133
8.	Zusammenfassende Würdigung des Performancevergleichs.....	136
9.	Literatur	143

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Erfasste Wohnungsunternehmen nach Größenklassen (Zahl der Wohnungen), eigene Untersuchung.....	12
Abbildung 2: Regionale Verteilung der einbezogenen Wohnungsbestände 2019, eigene Darstellung mit Daten des GdW (2020).....	15
Abbildung 3: Entwicklung der Gesamtkapitalrendite für alle Wohnungsunternehmen, eigene Darstellung nach Daten des GdW (2020), S. 57	21
Abbildung 4: Gesamtkapitalrenditen nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung.....	23
Abbildung 5: Gesamtkapitalrenditen nach Unternehmensgröße, eigene Untersuchung	24
Abbildung 6: Gesamtkapitalrenditen nach der Rechnungslegungsbasis, eigene Untersuchung .	25
Abbildung 7: Eigenkapitalrenditen nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung.....	28
Abbildung 8: Eigenkapitalrenditen nach Größenklassen, eigene Untersuchung.....	29
Abbildung 9: Eigenkapitalrenditen nach der Rechnungslegungsbasis, eigene Untersuchung	30
Abbildung 10: Bilanzwerte je qm Wohnfläche nach Gesellschaftergruppen, eigene Untersuchung	43
Abbildung 11: Bilanzwerte je qm nach Rechnungslegungsbasis, eigene Untersuchung	44
Abbildung 12: Komponenten des Unternehmensergebnisses, eigene Darstellung	45
Abbildung 13: Relative Differenzen der tatsächlichen und korrigierten Bilanzwerte je m ² der Immobilienbestände nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung	53
Abbildung 14: EBITDA in % der fortgeschriebenen Bilanzsumme nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung.....	54
Abbildung 15: EBITDA in % der fortgeschriebenen Bilanzsumme nach Größenklassen (Wohneinheiten), eigene Untersuchung.....	56
Abbildung 16: EBITDA in % der fortgeschriebenen Bilanzsumme nach Rechnungslegungsbasis, eigene Untersuchung.....	57
Abbildung 17: Bereinigte Eigenkapitalrendite nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung	58
Abbildung 18: Ergebnis aus der Hausbewirtschaftung in % der Warmmieten nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung	64
Abbildung 19: Ergebnis aus der Hausbewirtschaftung in % der Warmmieten nach Größenklassen, eigene Untersuchung	66
Abbildung 20: Rohertrag in % des Umsatzes aus Hausbewirtschaftung nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung	68

Abbildung 21: Rohertrag in % des Umsatzes aus Hausbewirtschaftung nach Größenklassen, eigene Untersuchung.....	69
Abbildung 22: Niveaus und Dynamik der Kaltmieten nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung.....	70
Abbildung 23: Niveaus und Dynamik der Kaltmieten nach Größenklassen, eigene Untersuchung.....	72
Abbildung 24: Entwicklung der Bestandsmieten und Inflationsrate in Deutschland, GdW (2020), S. 48	73
Abbildung 25: Anteil preis- und belegungsgebundener Wohneinheiten nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung.....	76
Abbildung 26: Preis- und Mietentwicklung in Deutschland seit 2004, F+B (2021), S. 3	77
Abbildung 27: Entwicklung der Leerstandsraten nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung.....	80
Abbildung 28: Entwicklung der Leerstandsraten nach Größenklassen, eigene Untersuchung...	81
Abbildung 29: Grundmieten und Leerstandsdaten nach Bundesländern, eigene Untersuchung.	82
Abbildung 30: Hausbewirtschaftungsaufwand in % der erzielten Warmmieten nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung.....	84
Abbildung 31: Hausbewirtschaftungsaufwand in % der erzielten Warmmieten nach Größenklassen, eigene Untersuchung.....	85
Abbildung 32: Jährlicher Hausbewirtschaftungsaufwand pro qm nach Größenklassen, eigene Untersuchung.....	86
Abbildung 33: Personalaufwendungen in % der Warmmieten nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung.....	88
Abbildung 34: So. betrieblicher Aufwand in % der Warmmieten, eigene Untersuchung	90
Abbildung 35: Entwicklung der Finanzierungskosten nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung.....	94
Abbildung 36: Anteil der langfristigen Verschuldung in % der Bilanzsumme, eigene Untersuchung.....	96
Abbildung 37: Finanzverschuldung in Euro/qm vermietbare Fläche, eigene Untersuchung.....	99
Abbildung 38: Anteil der dinglich gesicherten Finanzverschuldung, eigene Untersuchung	100
Abbildung 39: Dynamischer Verschuldungsgrad nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung.....	103
Abbildung 40: Flächenentwicklung nach Eigentümergruppen (2008 = 100), eigene Untersuchung.....	107

Abbildung 41: Operativer Cashflow nach Ausschüttung pro qm, getrennt nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung	107
Abbildung 42: Hypothetischer Rückgang des operativen Cashflows nach Ausschüttungen und Zinsen bei einer um 1 % höheren Zinslast nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung	108
Abbildung 43: Ausschüttungen in % des bilanziellen Eigenkapitals nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung	114
Abbildung 44: Ausschüttungen in % des operativen Cashflows nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung	117
Abbildung 45: Abweichungen des Börsenkurses vom NAV für europäische Unternehmen, EPRA (2021), S. 17.....	122
Abbildung 46: Entwicklung von Premiums und Discounts bei Vonovia und Deutsche Wohnen, EPRA (2021), S. 53 und 55.....	123
Abbildung 47: Renditedreieck für die Aktie der Vonovia SE, eigene Darstellung, Börse.de...	125
Abbildung 48: Renditedreieck für die Aktie der Deutsche Wohnen SE, eigene Darstellung, Börse.de.....	126
Abbildung 49: Renditedreieck für die Aktie der TAG Immobilien AG, eigene Darstellung, Börse.de.....	126
Abbildung 50: Renditedreieck für die Akte der LEG Immobilien SE, eigene Darstellung, Börse.de.....	127

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Struktur der erfassten Wohnungsunternehmen, eigene Untersuchung	14
Tabelle 2: Gesamtkapitalrendite nach Region und Rechtsform, eigene Darstellung nach Daten des GdW (2020), S. 107.....	22
Tabelle 3: Eigenmittelrenditen nach Region und Rechtsform, eigene Darstellung nach Daten des GdW (2020), S. 108.....	26
Tabelle 4: Eigenkapitalrenditen nach Eigentümergruppen und Rechnungsbasis, eigene Untersuchung.....	27
Tabelle 5: Eigenkapitalrenditen nach Größenklassen (Wohneinheiten), eigene Untersuchung .	29
Tabelle 6: Vergleich der GKR nach HGB und IFRS mit Grenzwerten, eigene Berechnung	40
Tabelle 7: Anteil der Netto-Zuschreibungen auf das Anlagevermögen am Jahresüberschuss, eigene Untersuchung.....	41
Tabelle 8: Anteil der Netto-Zuschreibungen an der Bilanzsumme, eigene Untersuchung	42
Tabelle 9: Anteile von Erlösbestandteilen an der Gesamtleistung, eigene Untersuchung	46
Tabelle 10: Beitrag der Verkaufsgewinne zum Jahresüberschuss, eigene Untersuchung.....	47
Tabelle 11: Bilanzwerte der Immobilien in Euro/qm auf Basis von Mietmultiplikatoren des Jahres 2008, eigene Untersuchung.....	52
Tabelle 12: Bilanzwerte in Euro/qm vermietbare Wohn- und Gewerbefläche, eigene Untersuchung.....	52
Tabelle 13: EBITDA in % der fortgeschriebenen Bilanzsumme nach Eigentümergruppen, Größenklassen und Rechnungslegungsbasis, eigene Untersuchung.....	55
Tabelle 14: Operatives Ergebnis in % des fortgeschriebenen EK nach Eigentümergruppen, Größenklassen und Rechnungslegungsbasis, eigene Untersuchung.....	59
Tabelle 15: Ergebnis aus der Hausbewirtschaftung in % der Warmmieten, eigene Untersuchung.....	65
Tabelle 16: Rohertrag in % des Umsatzes aus Hausbewirtschaftung, eigene Untersuchung	67
Tabelle 17: Mietsteigerungen nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung.....	72
Tabelle 18: Jährlicher flächenbezogener Hausbewirtschaftungsaufwand in Euro/qm, eigene Untersuchung.....	87
Tabelle 19: Personalaufwendungen in % der Warmmieten, Eigene Untersuchung.....	89
Tabelle 20: So. betrieblicher Aufwand in % der Warmmieten, eigene Untersuchung	89
Tabelle 21: Personal- und sonstiger betrieblicher Aufwand pro qm vermietbare Fläche p. a., eigene Untersuchung.....	91

Tabelle 22: Zinsaufwendungen in % der Finanzverschuldung, eigene Untersuchung.....	95
Tabelle 23: Dynamischer Verschuldungsgrad in Jahren, eigene Untersuchung	104
Tabelle 24: Ausschüttungen in % des bilanziellen Eigenkapitals, eigene Untersuchung	115
Tabelle 25: Ausschüttungen in % des operativen Cashflows nach Eigentümergruppen, eigene Untersuchung.....	118

1. Motivation und Zielsetzung der Untersuchung

Der deutsche Wohnungsmarkt verzeichnet seit ca. eineinhalb Jahrzehnten, vorrangig in prosperierenden Städten und deren Umland, einen stetigen Anstieg der Bestands- und vor allem der Neuvertragsmieten. Letztere legten seit 2004 bis Mitte 2021 im gesamtdeutschen Durchschnitt um ca. 59 %, in den sieben größten Städten sogar um über 74 % zu.¹ Nach einer langen Phase der weitgehenden Ausgeglichenheit der Wohnungsmärkte, teilweise sogar eines sich abzeichnenden Überangebots leiden insbesondere zahlreiche städtische Teilmärkte unter zunehmender Wohnungsknappheit mit der Folge steigender Mieten und – aufgrund der beträchtlichen Reduktion der Kapitalmarktzinsen – noch deutlich stärker in die Höhe schießender Preise für Wohnimmobilien. Die dominanten Ursachen für die weitgehend unerwartet gesteigerte Nachfrage nach Wohnraum sind zum Ersten in der im Vergleich zu den vorigen Dekaden sich drehenden Binnenmigration, dem Trend vor allem der jüngeren Generationen in die Städte, zum Zweiten in der hohen ungeplanten, seit 2015 weit über dem langjährigen Durchschnitt liegenden Außenmigration und zum Dritten in der positiven Entwicklung der Wirtschaft und damit auch der Einkommen zu sehen, die die nachgefragte Wohnfläche je Kopf und Haushalt kräftig angehoben hat. Private wie institutionelle Investoren vermuten wohl zurecht, dass diese Entwicklung trotz der COVID-Pandemie noch für längere Zeit anhalten könnte.

Der Blick richtet sich daher verstärkt auf die quantitative und qualitative Entwicklung des Wohnangebots. Die steigenden Mieten bieten in Kombination mit den günstigen Verschuldungsmöglichkeiten und den fehlenden (oder weniger attraktiv erscheinenden) alternativen Anlagemöglichkeiten massive Anreize für weitere Investments in Wohnimmobilien. Das Neubauvolumen konnte hierzu trotz steigender Zahlen nicht Schritt halten, wodurch sich in vielen Regionen ein hoher Nachfrageüberhang am Miet- wie am Investorenmarkt aufgebaut hat. Die noch stärker als die Mieten gestiegenen Kaufpreise wirken wiederum – um den neu einsteigenden Eigentümern auskömmliche Renditen zu sichern – tendenziell preissteigernd auf den Mietmarkt zurück. Die politische Diskussion beschränkt sich nicht auf die insbesondere für Geringverdiener kaum mehr tragbaren Mietbelastungen, sondern thematisiert auch Ängste der Gentrifizierung, der faktischen

¹ Vgl. Bundesbank (2021).

Immobilienwirtschaftliche Schriftenreihe von CRES und DIA

Das Umfeld der professionell gewerblichen Anbieter am deutschen Wohnungsmarkt ist durch eine Zweiteilung gekennzeichnet. Während sich die geschäftliche Ausrichtung genossenschaftlicher, öffentlicher und kommunaler Wohnungsunternehmen vor allem auf die Versorgung breiter Schichten mit bezahlbarem Wohnraum konzentriert, haben sich in den vergangenen beiden Jahrzehnten auch größere privatwirtschaftliche Bestandhalter erfolgreich etabliert. Gleichzeitig hat ein gesellschaftlicher Diskurs über die mit der Bereitstellung von Wohnraum verbundenen Kosten und Erlöse eingesetzt, der insbesondere die unterschiedlichen Bewirtschaftungsstrategien zum Gegenstand hat.

Die vorliegende Studie soll einen Beitrag zu einer sachlichen Bewertung der von den Anbietergruppen erzielten wirtschaftlichen Ergebnisse leisten. Im Mittelpunkt stehen vergleichende Analysen zu den auf Ebene der Gesellschaften und der Gesellschafter in den Jahren 2008 bis 2019 realisierten Erfolgs- und Wertbeiträgen, die auch im Hinblick auf ihre betriebliche Ursächlichkeit und ihre Auswirkungen auf die Unternehmensentwicklung beleuchtet werden.

Dr. Andreas Filser hat nach seiner Ausbildung zum Bankkaufmann und seinem Studium der Betriebswirtschaftslehre am CRES der Steinbeis-Hochschule promoviert und ist freier Mitarbeiter der Deutschen Immobilien-Akademie an der Universität Freiburg (DIA).

Prof. Dr. Heinz Rehkugler, Emeritus der Universität Freiburg, ist Professor für Immobilieninvestments und wissenschaftlicher Leiter des Center for Real Estate Studies (CRES) der Steinbeis Hochschule sowie Mitglied der Studienleitung der Deutschen Immobilien-Akademie an der Universität Freiburg (DIA).