

10. April 2017

Pressegespräch und Workshop

**Die wirtschaftlichen Verhältnisse
des Immobilienkonzerns Deutsche
Wohnen AG**

Gutachterliche Stellungnahme

zur

Deutsche Wohnen AG
(Konzern und Einzelabschluss)

von

Prof. Dr. rer. pol. Heinz-J. Bontrup

Dipl.-Ökonom, Dipl.-Betriebswirt

Witten im Juli 2016

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassender Befund	S. 2
1. Auftrag.....	S. 8
2. Allgemeines zur „Deutsche Wohnen“	S. 8
2.1 Fehlende Mitbestimmung.....	S. 10
2.2 Eigentumsstrukturen.....	S. 12
2.3 Brancheneinordnung der „Deutsche Wohnen“	S. 13
2.4 Verwertungsorientierung der „Deutsche Wohnen“ am Immobilienmarkt... ..	S. 14
2.4.1 Umverteilung – Überschussliquidität.....	S. 14
2.4.2 Allgemein fehlende Anlagemöglichkeiten forcieren die Immobilientätigkeit.....	S. 15
3. Konzern-Geschäftsstrategie der „Deutsche Wohnen“.....	S. 17
3.1 Bewirtschaften – Entwickeln – Veräußern.....	S. 17
3.2 Mietpreiserhöhungen als Strategie.....	S. 19
3.2.1 Der (Miet)-Preis als eine „gefährliche Waffe“	S. 19
3.2.2 Shareholder-value-Ideologie bei der „Deutschen Wohnen“.....	S. 22
4. Wirtschaftliche Situation der „Deutsche Wohnen“ als Konzern.....	S. 23
4.1 Allgemeine Bilanz-Bewertungsgrundsätze.....	S. 23
4.2 Konzernabschlüsse der „Deutsche Wohnen“ für die Jahre 2012 bis 2015.....	S. 25
4.2.1 Ergebnisrechnungen durch Bewertungen geprägt.....	S. 25
4.2.2 Vermögens- und Finanzlage ist zu Marktpreisen bewertet.....	S. 29
5. Einzelabschluss der Deutsche Wohnen AG als Holdinggesellschaft.....	S. 33

Zusammenfassender Befund

Die „Deutsche Wohnen“ ist mit ihren vielen Tochtergesellschaften nach § 18 AktG ein Konzern und eine der fünf größten europäischen börsennotierten Immobilien-Aktiengesellschaften mit Hauptsitz in Frankfurt a.M. In Deutschland ist sie hinter der Vonovia SE¹ die zweitgrößte Immobiliengesellschaft. Die Leitung der „Deutsche Wohnen“ besteht aus einem zweiköpfigen Vorstand und einem sechsköpfigen Aufsichtsrat.

Eine unternehmensbezogene Mitbestimmung findet bei der „Deutsche Wohnen“ nicht statt, obwohl der Konzern von den Beschäftigtenzahlen dem 76-er Mitbestimmungsgesetz und dem Drittelbeteiligungsgesetz von 2004 unterliegt. Auch eine betriebliche Mitbestimmung nach dem Betriebsverfassungsgesetz (Betriebsrat, Wirtschaftsschuss) liegt nicht vor.

Das Eigentum der DWAG befindet sich in Streubesitz. Ende März 2016 waren rund 337 Millionen Aktien ausgegeben. Die größten Aktionäre sind:

- Sun Life Financial Inc./Massachusetts Financial (9,94 %),
- BlackRock, Inc. (8,01 %),
- Norges Bank (Norwegische Zentralbank) (6,71 %) und
- APG Asset Management N.V. (3,01 %).

Vergleicht man die „Deutsche Wohnen“ mit den Branchenwerten des „Grundstücks- und Wohnungswesens“, so ist ihre Bedeutung nur marginal. Der Marktanteil bezogen auf das gesamte Branchen-Nettoanlagevermögen liegt lediglich bei knapp 0,2 %. Auch bei einem Bezug auf das Gesamtkapital der „Deutsche Wohnen“ erhöht sich der Marktanteilswert nur auf 0,3 %.

Dennoch ist die „Deutsche Wohnen“ mit ihren vielen Tochtergesellschaften in der Immobilienbranche als ein regional bedeutender Marktakteur einzustufen. Hier hat der Konzern insbesondere im Großraum Berlin eine marktmächtige Stellung.

¹ Die Vonovia SE wurde 2001 als *Deutsche Annington Immobilien SE* mit Sitz in Düsseldorf (Verwaltungssitz Bochum) gegründet. Mit rund 370.000 eigenen und für Dritte verwalteten Wohnungen ist sie das größte Wohnungsunternehmen in Deutschland.

Die „Deutsche Wohnen“ profitiert in ihrer Marktverwertung von einer weltweit überreichlichen Liquidität (Überersparnis). Hierdurch herbeigeführte niedrigste Zinsen bei gleichzeitig eingegengten Anlagemöglichkeiten in der produzierenden Realwirtschaft haben Wohnimmobilien zu den beliebtesten Anlageobjekten gemacht. Der Handel mit Wohnungsbeständen erreicht Rekordhöhen. Deutsche Top-Städte sind dabei das Hauptziel für Investments. Berlin hat dabei eine Führungsrolle. Allein in den ersten neun Monaten 2015 wurde hier ein Transaktionsvolumen von rund 4,7 Mrd. EUR und damit 75 % mehr als im Vorjahreszeitraum registriert.

Dabei verzeichneten in den vergangenen Jahren die Wohnungsmärkte in den Metropolen erhebliche Mietpreiserhöhungen. Seit 2000 zog das Mietpreisniveau von Neubauwohnungen in den sieben Top-Standorten² im Durchschnitt um mehr als 40 % an.

Auch die „Deutsche Wohnen“ setzt auf Mietpreiserhöhungen bei ihren als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien. Hier weist der Konzern zum 31.12.2015 in der Bilanz einen Wert von 11.859,1 Mio. EUR aus. Bei einer Bilanzsumme von 13.700,1 Mio. EUR waren das 86,6 % des gesamten Vermögens. Die Eigentümer (Aktionäre) erwarten dabei gemäß der Shareholder-value-Ideologie eine Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital. Diese lag bei der „Deutsche Wohnen“ als Konzern von 2012 bis 2015 jahresdurchschnittlich als Eigenkapitalrentabilität vor Steuern bei 18,7 %. Dies ist für eine Wohnungsbaugesellschaft eine erstaunlich hohe Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals.

Die Geschäftsstrategie der „Deutsche Wohnen“ stellt auf sogenannte „Core-Regionen“ mit einem hohen wirtschaftlichen Entwicklungspotenzial ab. Dabei zeigen die Konzernabschlüsse von 2012 bis 2015 ein kumuliertes Ergebnis vor Ertragsteuern in Höhe von 3.232,5 Mio. EUR. Die Ertragsteuern auf diesen Gewinn lagen bei 778,1 Mio. EUR, so dass sich der kumulierte Gewinn nach Steuern auf 2.454,4 Mio. EUR belief. Die durchschnittliche Steuerquote betrug nur 24,1 %.

Seit 2012 ist beim Gewinn nach Steuern eine extreme Steigerung zu verzeichnen. Lag der Gewinn 2012 noch bei 145,7 Mio. EUR, so wurde 2015 ein Gewinn von 1.206,6 Mio. EUR realisiert. Dies entspricht einer Steigerungsrate von 728,1 %!

² Berlin, Düsseldorf, Frankfurt a.M., Hamburg, Köln, München, Stuttgart.

Eine differenzierte Ergebnisbetrachtung zeigt dabei, dass das Ergebnis der Wohnungsbewirtschaftung von 2012 bis 2015 kumuliert bei 1.511,8 Mio. EUR lag.

Daneben erzielte die „Deutsche Wohnen“ aus dem Verkauf von Wohnungseinheiten von 2012 bis 2015 einen kumulierten Überschuss von 164,3 Mio. EUR.

Auch das Ergebnis aus Pflege und betreutem Wohnen (unter der Marke „KATHARINENHOF[®]) war von 2012 bis 2015 mit kumulierten 55,0 Mio. EUR positiv.

Unter Berücksichtigung der allgemeinen Verwaltungs- und Personalkosten sowie sonstiger Aufwendungen und Erträgen erzielte die „Deutsche Wohnen“ von 2012 bis 2015 ein kumuliertes Betriebsergebnis (EBITDA³) in Höhe von 1.369,0 Mio. EUR.

Eine gemäß den International Financial Reporting Standards (IFRS) durch das *Asset Management* der „Deutsche Wohnen“ vorgenommene „Fair-Value-Anpassung“ erbrachte von 2012 bis 2015 kumuliert einen Bewertungsgewinn von 2.907,3 Mio. EUR.

Auf Grund der von 2012 bis 2015 nur gering angefallenen kumulierten Abschreibungen auf Sachanlagen in Höhe von 20,4 Mio. EUR zeigt das EBIT (Ergebnis vor Steuern und Zinsen) insgesamt einen kumulierten Ertrag von 4.255,9 Mio. EUR.

Das Finanzergebnis ist im gleichen Zeitraum mit 1.023,4 Mio. EUR negativ. Hier schlagen hohe Finanzaufwendungen von 714,8 Mio. EUR zu buche.

Zieht man vom EBIT-Ergebnis das Finanzergebnis ab, so erhält man den Jahresüberschuss vor Ertragsteuern. Dieser lag kumuliert von 2012 bis 2015 bei 3.232,5 Mio. EUR.

Bereinigt um die Buchwertgewinne sehen die Ergebnisse der „Deutsche Wohnen“ mit 68,3 Mio. EUR für 2014 und 51,3 Mio. EUR für 2015 nur bescheiden aus.

Durch die „Fair-Value-Anpassung“ erhöhte sich auch das Eigenkapital. Beigetragen hat dazu ebenfalls eine Kapitalerhöhung von rund 907 Mio. EUR. Gegenläufig zum Eigenkapitalauf-

³ „Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation“. Ergebnis vor Steuern, Zinsen, Abschreibungen auf Sachanlagen und Amortisation von immateriellen Wirtschaftsgütern (insb. Goodwill-Abschreibungen).

bau wirkten sich Dividendenauszahlungen für das Geschäftsjahr 2014 und 2015 aus. 2014 betrug die Dividende 0,44 EUR und 2015 0,54 EUR je Aktie. Dies ist eine Steigerung um fast 23 %. Bei einem Börsenkurs von rund 30 EUR beträgt für 2015 die Rendite jedoch nur 1,8 %. Die Dividendenausschüttung belief sich insgesamt für 2014 auf knapp 130 Mio. EUR und für 2015 auf 182 Mio. EUR. Sie berechnet sich jeweils auf Basis des „Funds from Operations“ (FFO I) in Höhe einer Ausschüttungsquote von 60 %. Für 2016 ist eine Quote von 65 % vorgesehen. Geht man bei der Dividendenausschüttung vom Ergebnis ohne Bewertungsgewinn aus, so waren die in 2014 und 2015 vorgenommenen Ausschüttungen eindeutig zu hoch. 2014 lag bezogen auf das bewertungsbereinigte Ergebnis eine Unterdeckung von 90,3 % und 2015 in Höhe von 254,8 % vor.

Eine derartig weit überzogene Ausschüttungspolitik läßt sich nur unter einer weiter verfolgten aggressiven Mietpreissteigerungspolitik bei gleichzeitig geringer Instandhaltung der Wohnungsbestände und trotzdem erhöhter Mietnebenkosten-Abrechnungen umsetzen. Aber selbst dies wird nicht reichen! Entweder wird man mehr Schulden machen müssen oder das Eigenkapital der Gesellschaft aufzehren. Natürlich geht auch eine Kombination aus beidem, wie es schon 2014 und 2015 der Fall war. Eine nochmalige Kapitalerhöhung wie in 2015 (als „last exit“) dürfte bei einer schlechter werdenden realwirtschaftlichen Performance und einem operativen Ergebnis von rund 300 bis 350 Mio. EUR p.a. schwer werden. Auch bestehen im Finanzergebnis noch latente Risiken aus womöglich wieder steigenden Zinssätzen im Hinblick auf bestehende hohe Finanzverbindlichkeiten von fast 3,8 Mrd. EUR per 31.12.2015.

Die heutigen Profitraten der „Deutsche Wohnen“ als Konzern fallen vor dem Hintergrund der Bewertungsgewinne üppig aus. So lag die jahresdurchschnittliche Eigenkapitalrentabilität nach Steuern von 2012 bis 2015 bei 18,7 %. Nach Steuern waren es noch 14,2 %. Und auch die jahresdurchschnittliche Gesamtkapitalrendite vor Steuern betrug 8,0 %. Nach Steuern waren es hier 6,1 %. Besonders hoch fielen dabei bei einem Bewertungsertrag von 1.734,1 Mio. EUR die Profitraten im Jahr 2015 aus.

Neben dem Konzernabschluss bilanziert die „Deutsche Wohnen“ auch einen Einzelabschluss für die Deutsche Wohnen AG (DWAG) als Holdingsgesellschaft. Dabei findet die Bewertung des Vermögens und des Kapitals nicht nach IFRS, sondern nach dem deutschen Handelsgesetzbuch (HGB) statt.

Die Umsatzerlöse sind hier von 2014 bis 2015 von 18,2 auf 26,4 Mio. EUR, um 45,1 % gestiegen. Die Gesamtleistung nahm um 83 % zu. Die Wertschöpfung der DWAG war dagegen 2014 und 2015 negativ. Der Personalaufwand konnte in beiden Jahren nicht aus der Wertschöpfung gedeckt werden.

Nur durch die Beteiligungsergebnisse (Ausschüttungen der Tochtergesellschaften) fiel das Jahresergebnis der DWAG positiv aus. Dabei wurden 2015 neben dem Jahresüberschuss von 127,6 Mio. EUR auch ein Gewinnvortrag von 47,5 Mio. EUR und eine Entnahme aus den Kapitalrückrücklagen von 50,0 Mio. EUR ausgewiesen. Dies führte insgesamt zu einem Bilanzgewinn in Höhe von 225,1 Mio. EUR.

Vom Bilanzgewinn wurden 2014 129,8 Mio. EUR und 2015 182,2 Mio. EUR an die Aktionäre ausgeschüttet. Der jeweilige Rest wurde als Gewinn vorgetragen. Dies waren 2014 47,5 Mio. EUR und 2015 42,8 Mio. EUR.

Die Eigenkapitalquote der DWAG hat sich von 65,2 % (2014) auf 60,1 % (2015), um 5,1 Prozentpunkte verschlechtert.

Auch die Eigenkapitalrendite ging von 5,4 % auf 3,1 % zurück. Die Eigenkapitalrendite ist hier im Verhältnis zum Konzernergebnis so niedrig, weil im Einzelabschluss keine Bewertungsgewinne aus der Höherbewertung der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien einfließen.

1. Auftrag

Auftraggeber für die gutachterliche Stellungnahme war die Fraktion DIE LINKE im Berliner Abgeordnetenhaus und die Fraktion DIE LINKE im Deutschen Bundestag. Namentlich betreut wurde die Arbeit auf Seiten des Auftraggebers von Harald Wolf, MdA, Fraktion Die LINKE, Senator a.D.

Der Auftragnehmer Prof. Dr. rer. pol. Heinz-J. Bontrup, Dipl.-Ökonom und Dipl.-Betriebswirt ist Wirtschaftswissenschaftler an der Westfälischen Hochschule Gelsenkirchen, Campus Recklinghausen, Fachbereich Wirtschaftsrecht.

Alle empirischen Daten für die Erstellung der gutachterlichen Stellungnahme entstammen öffentlich zugänglichen Quellen.

2. Allgemeines zur „Deutsche Wohnen“

Die Deutsche Wohnen AG (DWAG) ist mit ihren vielen Tochtergesellschaften, gemessen an der Marktkapitalisierung, gegenwärtig eine der fünf größten europäischen börsennotierten Immobilien-Aktiengesellschaften mit Hauptsitz in Frankfurt a.M. In Deutschland ist sie hinter der Vonovia SE die zweitgrößte Immobiliengesellschaft. Gegründet wurde die DWAG 1996 von der Deutschen Bank zunächst unter dem Namen Kera Beteiligungs AG und 1999 umfirmiert in DWAG. Im Jahr 2006 erfolgte der Börsengang. Die DWAG ist im MDAX der Deutschen Börse gelistet. Ihren höchsten Kurs erreichte die Aktie mit einem Wert von 59 EUR und ihren niedrigsten Kurs mit 4,59 EUR. Der Durchschnittskurs lag seit Börseneinführung bei 18,22 EUR. Zurzeit liegt der Kurs bei rund 30 EUR.

Im Jahr 2015 musste die DWAG einen feindlichen Übernahmeversuch durch die größte deutsche Immobiliengesellschaft, die Vonovia SE, abwehren. Dies hat bei der DWAG zu Aufwendungen in Höhe von 33 Mio. EUR geführt.



Die DWAG fungiert als eine Holdinggesellschaft ⁴ zu der jeweils zu 100 Prozent die folgenden Tochtergesellschaften gehören:

- Deutsche Wohnen (Corporate Real Estate GmbH),
- Deutsche Wohnen Management GmbH,
- Deutsche Wohnen Immobilien Management GmbH und die
- Deutsche Wohnen Construction and Facilities GmbH.

Daneben gehört der DWAG zu 99,99 % die GEHAG GmbH , zu der wiederum verschiedene Besitzgesellschaften zählen sowie die Katharinenhof Seniorenwohn- und Pflegeanlagen Betriebs-GmbH .⁵ Weiter hält die DWAG 93,09 % an der GSW Immobilien AG , zu der auch mehrere Tochtergesellschaften zählen.

⁴ In der Holdinggesellschaft waren am 31.12.2015 158 MitarbeiterInnen und 47 Auszubildende beschäftigt.

⁵ Die Gesellschaft beschäftigte am 31.12.2015 insgesamt 1.393 MitarbeiterInnen.

Insgesamt bildet die „Deutsche Wohnen“ mit ihren Tochtergesellschaften nach § 18 AktG einen Konzern, also einen wirtschaftlichen Verbund rechtlich selbständig bleibender Unternehmen, aber unter einheitlicher Leitung. „Im Gegensatz zum Kartell, das den Zusammenschluss auf vertraglicher Basis unter Beibehaltung der kapitalmäßigen Selbständigkeit herbeiführt, bilden die Konzernunternehmen kapitalmäßig, meist auch organisatorisch miteinander verbundene Gebilde. Entscheidendes Kennzeichen für einen Konzern ist aber in jedem Fall die einheitliche Leitung.“⁶ Diese kann unterschiedlich geregelt sein. „Liegt ein Beherrschungsvertrag vor, ist das herrschende Unternehmen berechtigt, dem Vorstand (Geschäftsführung) der abhängigen Gesellschaft (AG, KGaA oder GmbH) Weisungen hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft zu geben. Diese können sich (wenn der Vertrag nichts anderes vorsieht) auch nachteilig für die Gesellschaft auswirken, vorausgesetzt, sie liegen im Konzerninteresse. Besteht eine faktische Beherrschung, so darf das herrschende Unternehmen seinen Einfluss nicht dazu benutzen, eine abhängige Gesellschaft (AG, KGaA oder GmbH) zu veranlassen, Maßnahmen zu ihrem Nachteil zu treffen, es sei denn, die Nachteile werden ausgeglichen.“⁷

2.1 Fehlende Mitbestimmung

Die Leitung des „Deutsche Wohnen“ Konzerns besteht aus einem zweiköpfigen Vorstand (bis zum 10.11.2015 dreiköpfig; ausgeschieden ist Andreas Segal):

- Dipl.-Volkswirt Michael Zahn (Vorstandsvorsitzender)

Gesamtvergütung 2015 (fix und variabel): Max. 2.609.000 EUR

- Dipl.-Betriebswirt Lars Wittan (Vorstand)

Gesamtvergütung 2015 (fix und variabel): Max. 1.090.000 EUR

Die „Deutsche Wohnen“ hat neben dem Vorstand einen sechsköpfigen Aufsichtsrat als Aufsichts- und Beratungsorgan.⁸ In diesem sind vertreten:

⁶ Jung, H., Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 2. Aufl., München 1996, S. 138.

⁷ Ebenda, S. 139.

⁸ Jedes Aufsichtsratsmitglied erhält eine feste jährliche Vergütung von 60.000 EUR, der Vorsitzende des AR erhält 120.000 EUR, sein Stellvertreter 90.000 EUR. Für die Mitgliedschaft im Prüfungsausschuss erhält ein Aufsichtsrat eine pauschale jährliche Vergütung von 10.000 EUR und der Vorsitzende des Prüfungsausschusses das Doppelte. Die Mitgliedschaft in anderen Ausschüssen des Aufsichtsrats, mit Ausnahme des Nominierungsausschusses, wird je Mitglied und Ausschuss mit 5.000 EUR pro Geschäftsjahr vergütet. Jedes Mitglied des Nominierungsausschusses erhält 2.500 EUR pro Sitzung. Außerdem erstattet die DWAG den Mitgliedern des

- Uwe E. Flach (Vorsitzender): Senior Advisor Oaktree GmbH, Frankfurt a.M.
- Dr. Andreas Kretschmer (stellvertretender Vorsitzender): Hauptgeschäftsführer der Ärzteversorgung Westfalen-Lippe, Einrichtung der Ärztekammer Westfalen-Lippe, KöR, Münster
- Dr. h.c. Wolfgang Clement: Publizist und Unternehmensberater, Bundesminister a.D., Ministerpräsident a.D., Bonn
- Matthias Hünlein: Managing Director Tishman Speyer Properties Deutschland GmbH, Frankfurt a. M.
- Dr. Florian Stetter: Vorstandsvorsitzender Rockhedge Asset Management AG, Krefeld
- Claus Wisser: Geschäftsführer der Claus Wisser Vermögensverwaltungs GmbH, Frankfurt a.M.

Eine unternehmensbezogene Mitbestimmung mit ArbeitnehmervertreterInnen findet bei der DWAG nicht statt, obwohl der Konzern „Deutsche Wohnen“ am 31.12.2015 insgesamt 766 Beschäftigte (oh. Auszubildende und ohne die Katharinenhof GmbH)⁹ hatte und damit die rechtlichen Voraussetzungen (Konzerngesellschaft mit wirtschaftlich abhängigen Tochterunternehmen mit in Summe mehr als 500 Beschäftigte) für eine drittelparitätische Mitbestimmung (Drittelbeteiligungsgesetz von 2004, vormals geregelt im Betriebsverfassungsgesetz von 1952) vorlagen.

Zählt man die im Konzernabschluss vollkonsolidierte Katharinenhof Seniorenwohn- und Pflegeanlagen Betriebs-GmbH als beherrschte Tochtergesellschaft mit über 1.300 Beschäftigten hinzu, so kommt der „Deutsche Wohnen“ Konzern auf über 2000 Beschäftigte, womit dann sogar die rechtlichen Voraussetzungen für einen Konzernaufsichtsrat nach dem 76-er Mitbestimmungsgesetz, und damit für eine numerische Parität zwischen Kapital und Arbeit

Aufsichtsrates die durch die Ausübung ihres Amtes entstehenden angemessenen Auslagen. Im Geschäftsjahr 2015 betragen die Aufsichtsratsvergütungen insgesamt 520.800 EUR (vgl. Jahresabschluss DWAG 2015, S. 45).

⁹ Davon 499 Frauen. Frauenanteil 65,1 %. Der Anteil der Frauen in Führungspositionen liegt bei 51,7 %. Auszubildende 47. Altersdurchschnitt der Belegschaft 41,3 Jahren.

im Aufsichtsrat, gegeben sind. Darüber hinaus müsste die Katharinenhof GmbH einen eigenen Aufsichtsrat nach dem Drittelbeteiligungsgesetz haben.

Alles dies findet aber beim „Deutsche Wohnen“ Konzern nicht statt – obwohl im rein kapitalbesetzten Aufsichtsrat der ehemalige Bundeswirtschaftsminister und Ministerpräsident von Nordrhein-Westfalen, Wolfgang Clement, vertreten ist, der aber offensichtlich kein Interesse an der Umsetzung einer Mitbestimmung bei der „Deutsche Wohnen“ hat. Dabei würdigt Clement im Lexikon des Sozialismus einen der größten deutschen Kämpfer für die Mitbestimmung, Otto Brenner, den ehemaligen und langjährigen Vorsitzenden der IG Metall.¹⁰

Ebenso gibt es, völlig unverständlich, bei der „Deutsche Wohnen,, keine betriebliche Mitbestimmung nach dem Betriebsverfassungsgesetz (Betriebsrat, Wirtschaftsausschuss). Dennoch schreibt das Management: „Wir wollen ein guter Arbeitgeber sein, der attraktive Entwicklungs- und Karriereöglichkeiten bietet. Gerade vor diesem Hintergrund schätzen unsere Stakeholder und Führungskräfte qualifizierte Aus- und Weiterbildung als das relevanteste Mitarbeiterthema ein. Ebenso werden Förderung von Work-Life-Balance und Familienfreundlichkeit, Vielfalt und Chancengleichheit sowie transparente Strukturen und Mitspracherechte als Voraussetzung für das Gewinnen und Halten qualifizierter Fachkräfte gesehen. Aus diesen Themen und den jährlichen Mitarbeitergesprächen leiten wir die Maßnahmen für unser Personalmanagement ab.“¹¹

2.2 Eigentumsstrukturen

Das Eigentum der DWAG befindet sich in Streubesitz. Ende März 2016 waren rund 337 Millionen Aktien ausgegeben. Die größten Aktionäre sind:

- Sun Life Financial Inc./Massachusetts Financial (9,94 %),
- BlackRock, Inc. (8,01 %),
- Norges Bank (Norwegische Zentralbank) (6,71 %) und
- APG Asset Management N.V. (3,01 %).

¹⁰ Vgl. Clement, W., Brenner, Otto, in: Meyer, T./ Klär, K.-H./Miller, S./Novy, K./Timmermann, H. (Hrsg.), Lexikon des Sozialismus, Köln 1986, S. 95.

¹¹ Deutsche Wohnen AG, Jahresabschluss 2015, S. 7.

2.3 Brancheneinordnung der „Deutsche Wohnen“

Gesamtwirtschaftlich betrachtet gehört die DWAG zum Dienstleistungssektor, hier speziell zum „Grundstücks- und Wohnungswesen“, das in Deutschland im Jahr 2015 auf einen Anteil an der Bruttowertschöpfung von 11,2 % kam. Im Jahr 1991, nach der Wiedervereinigung, lag dieser Anteil noch bei 8,4 %. Bezogen auf die Erwerbstätigen (Selbständige und abhängig Beschäftigte) im „Grundstücks- und Wohnungswesen“ betrug dagegen 2015 der Anteil in der Gesamtwirtschaft nur 1,1 %. Im Jahr 1991 waren es mit 0,7 % relativ noch weniger Erwerbstätige.¹²

Die Branche „Grundstücks- und Wohnungswesen“ zeichnet sich in Bezug auf die Bruttowertschöpfung durch eine weit unterproportionale Arbeitsintensität aber durch eine gleichzeitig extrem hohe Kapitalintensität¹³ aus, die 2013 17,4 Mio. EUR betrug. Der hohe Wert der Kapitalintensität erklärt sich, neben der nur geringen Erwerbstätigenzahl, insbesondere durch das in der Branche vorliegende hohe Nettoanlagevermögen zu Wiederbeschaffungspreisen, das 2013 bei 4.847,9 Mrd. EUR lag. Das waren 52,4 % des gesamten Nettoanlagevermögens der deutschen Wirtschaft. Der Modernisierungsgrad¹⁴ betrug dabei 60,6 %, während dieser Wert 1991 noch auf 68,4 % kam. Die starke Modernitätsabnahme korreliert hier signifikant mit einer nur geringen Bautätigkeit – trotz Wiedervereinigung. Die jahresdurchschnittliche Wachstumsrate aller privaten und staatlichen Bauinvestitionen lag in Deutschland von 1991 bis 2015 bei nur 2,7 %.¹⁵

Vergleicht man die „Deutsche Wohnen“ als Konzern mit den Branchenwerten des „Grundstücks- und Wohnungswesens“, so ist ihre Bedeutung bei einer Marktkapitalisierung von rund 9,2 Mrd. EUR¹⁶ nur marginal. Der Marktanteil bezogen auf das gesamte Branchen-Nettoanlagevermögen kommt hier lediglich auf knapp 0,2 %. Auch bei einem Bezug auf das Gesamtkapital des Konzerns in Höhe von 14,3 Mrd. EUR (Ende März 2016) erhöht sich der Marktanteilswert nur auf 0,3 %.

¹² Vgl. Deutschland in Zahlen 2016, Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Köln 2016, S. 26.

¹³ Kapitalintensität = Kapitalstock je Erwerbstätigen („Kosten eines Arbeitsplatzes“).

¹⁴ Nettoanlagevermögen in Prozent des Bruttoanlagevermögens.

¹⁵ Vgl. Statistisches Bundesamt, Gesamtwirtschaftliche Rechnungen, Fachserie 18, Reihe 1.1, Wiesbaden 2010 und 2016, S. 47 und 48, eigene Berechnungen.

¹⁶ Vgl. Börsenzwischenbericht der DWAG zum 31. März 2016, S. 4.

Die *Monopolkommission* listet den Konzern „Deutsche Wohnen“ auch in ihrem letzten Hauptgutachten nicht unter den 100 größten deutschen Unternehmen auf.¹⁷

Dennoch ist die „Deutsche Wohnen“ mit ihren vielen Tochtergesellschaften in der Immobilienbranche als ein regional bedeutender Marktakteur einzustufen. Hier hat der Konzern insbesondere im Großraum Berlin eine marktmächtige Stellung. Sie verfügt am Berliner Wohnungsmarkt über 111.201 Wohneinheiten mit 6,6 Millionen Quadratmetern Wohnfläche. Dies macht 70 % des gesamten Immobilienbestandes der „Deutsche Wohnen“ aus. Hinzu kommen noch 1.538 Gewerbeeinheiten in Berlin, das sind ebenfalls gut 70 % (71,2 %) der gesamten Gewerbeeinheiten des „Deutsche Wohnen“ Konzerns.¹⁸

2.4 Verwertungsorientierung der „Deutsche Wohnen“ am Immobilienmarkt

2.4.1 Umverteilung – Überschussliquidität

Seit Mitte der 1970er Jahre ist es immer mehr zu einer neoliberal intendierten Umverteilung von den Arbeits- zu den Kapitaleinkünften gekommen – sowohl in der marktbezogenen Primärverteilung an den Arbeitsmärkten durch nicht adäquate Tarifabschlüsse gemäß der Produktivitäts- und Inflationsentwicklung als auch durch die staatliche Sekundärverteilung durch eine einseitig zu Gunsten der Kapitaleinkünfte ausgerichtete Steuer- und Abgabenpolitik. Das damit einhergehende Sinken der gesamtwirtschaftlichen Lohnquote und das Steigen der Profitquote haben auf der einen Seite zu einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums und der Produktivität durch Konsum- und Investitionsrückgänge und auf der anderen Seite zu einer überreichlichen Liquidität (Überersparnis¹⁹) an den hochspekulativen Finanzmärkten geführt, die jetzt, nach dem weltweiten Zusammenbruch der Finanzmärkte (ab 2007), für Null- und Negativ-Zinsen sorgen. Es ist empirisch davon auszugehen, dass das heute weltweit bei wenigen hoch konzentrierte Geld- und Finanzvermögen²⁰ viermal so groß ist wie die reale Produktion an Gütern und Diensten. Das heißt, die ansteigenden Profit-, Zins- und Miet- sowie Pachtansprüche der Kapitaleigentümer müssen aus einer in Relation zum Geld- und Finanz-

¹⁷ Vgl. das 20. Hauptgutachten der Monopolkommission: „Eine Wettbewerbsordnung für die Finanzmärkte“, Bonn/Berlin 2014, S. 170ff.

¹⁸ Vgl. Börsenzwischenbericht der DWAG zum 31. März 2016, S. 5.

¹⁹ Diese Überersparnis nannte der große britische Ökonom Sir John Maynard Keynes eine „räuberische Ersparnis“ der Reichen und Vermögenden.

²⁰ Den 62 reichsten Menschen (davon 53 Männer) auf der Erde gehört die Hälfte des gesamten Vermögens stellt die internationale Hilfsorganisation Oxfam in einem Bericht zum Stand der sozialen Ungleichheit in der Welt fest. Das Vermögen der reichsten 62 Personen ist in nur fünf Jahren um 45 % gewachsen. Vgl. Informationsbrief Weltwirtschaft & Entwicklung, Jan-Feb 2016.

vermögen immer kleiner werdenden realen Produktion bzw. Wertschöpfung befriedigt werden. Dies provoziert Verteilungskonflikte, die sich jetzt u.a. auch in Negativzinsen entladen und zukünftig ohne einen wirtschaftspolitischen Paradigmenwechsel²¹ noch heftiger werden.

2.4.2 Allgemein fehlende Anlagemöglichkeiten forcieren die Immobilientätigkeit

Damit schwinden gleichzeitig für die weltweiten Finanzanleger die Anlagemöglichkeiten in der produzierenden und einzig Mehrwert (Gewinn, Zins, Miete und Pacht) schaffenden Realwirtschaft. So wundert es nicht, dass die Wohnimmobilien 2015 weiterhin zu den beliebtesten Anlagezielen nicht nur auf dem deutschen Immobilienmarkt zählen, selbst dann, wenn hier auch insgesamt nur überschaubare Profite bzw. Renditen erzielt werden können. Dies bestätigt der Vorstand der „Deutsche Wohnen“, wenn er schreibt: „Zudem führen die anhaltend hohe Nachfrage bei gleichzeitiger Verknappung auf der Angebotsseite, niedrige Zinsen und die hohe Liquidität im Markt allgemein, zu einem Anlagedruck. Die Immobilie, insbesondere in Ballungszentren, dient als ‚sicherer Hafen‘, dies führt zu sinkenden Renditeanforderungen und damit zu höheren Werten.“²²

Dennoch erreichte der Handel mit Wohnungsbeständen Rekordhöhen. Nur 2015 wurden „deutschlandweit insgesamt 23,3 Mrd. EUR in Wohnpakete und Wohnanlagen ab einer Größenordnung von 50 Wohneinheiten investiert. Dies geht aus einer aktuellen Analyse des *Immobilienberatungsunternehmens CBRE* hervor. Gegenüber dem bereits sehr dynamischen Jahr 2014 entspricht dies einer Steigerung um 9,9 Mrd. EUR beziehungsweise 74 % und stellt einen neuen historischen Rekordwert dar. Deutsche Top-Städte waren das Hauptziel für Investments. Ausschlaggebend dafür waren die guten Perspektiven der Metropolen, die in besonderem Maße von der wirtschaftlichen Stärke Deutschlands und der Urbanisierung profitieren. Berlin behielt dabei die Führungsrolle. Allein in den ersten neun Monaten 2015 wurde hier ein Transaktionsvolumen von rund 4,7 Mrd. EUR und damit 75 % mehr als im Vorjahreszeitraum registriert. Die Wohnungsmärkte in den Metropolen verzeichneten in den vergangenen Jahren erhebliche Mietsteigerungen. Seit 2000 zog das Mietniveau von Neubauwohnungen in den sieben Top-Standorten²³ im Durchschnitt um mehr als 40 % an. Treibende Kraft war die seitdem gestiegene Einwohnerzahl um fast 10 %. Dies entspricht einem zusätzlichen Bedarf von fast 550.000 Wohnungen. Da seit dem Jahr 2000 aber nur 350.000 Woh-

²¹ Vgl. dazu ausführlich: Bontrup, H.-J., Krisenkapitalismus und EU-Verfall, 2. Aufl., Köln 2016.

²² Deutsche Wohnen AG, Jahresabschluss 2015, S. 17.

²³ Berlin, Düsseldorf, Frankfurt a.M., Hamburg, Köln, München, Stuttgart.

nungen gebaut wurden, kann der Wohnungsbedarf nicht mehr aus dem Bestand bedient werden. Dem Neubau kommt somit eine immer größere Bedeutung zu.²⁴ Insgesamt fehlen mittlerweile nach Berechnungen der Immobilienwirtschaft in Deutschland rund 800.000 Wohnungen, andere Schätzungen gegen sogar von einem Bedarf von einer Million Wohneinheiten aus. Dies treibt natürlich die Mieten kräftig nach oben.²⁵

Die Mietpreissteigerungen lagen dabei in Deutschland, bei einem längeren Rückblick von 1975 bis 2015, für Neubauten bei 144 % und für Bestandsmieten bei 265,6 %. Nur in den Jahren 1995 bis 2000 sind die Mieten rückläufig gewesen. In jüngerer Zeit von 2010 bis 2015 stiegen die Mieten für Neubauten um 23,3 % (jahresdurchschnittlich waren das 4,1 %) und die Bestandsmieten um 20,1 % (jahresdurchschnittlich um 3,5 %) (vgl. im Einzelnen die folgende Tabelle).

Durchschnittliche Mietpreisentwicklungen		
in v.H.	Neubaumieten*	Bestandsmieten*
1975 - 1980	17,5	28,1
1980 - 1985	8,4	18,8
1985 - 1990	29,7	33,9
1990 - 1995	18,9	33,6
1995 - 2000	-12,0	-1,1
2000 - 2005	3,3	3,5
2005 - 2010	10,8	9,3
2010 - 2015	23,3	20,1
2010	3,1	2,4
2011	5,2	4,6
2012	5,6	4,5
2013	3,8	3,2
2014	3,5	3,0
2015	3,2	3,3
1975 - 2015	144,0	265,6

* 65-95 qm Wohnfläche

Quelle: Deutschland in Zahlen 2016, Institut der deutschen Wirtschaft, Köln 2016, S. 41, eigene Berechnungen

Dennoch konnten sich CDU/CSU und SPD vor kurzem nicht auf eine Steuerentlastung in Milliardenhöhe (rund 2 Mrd. EUR) für den Wohnungsbau bezahlbarer Wohnungen in den Ballungsräumen verständigen. „Die Bundesregierung wollte eine steuerliche Sonderabschreibung auf den Weg bringen, um im großen Stil privates Kapital in den Bau von Wohnungen im

²⁴ Deutsche Wohnen AG, Jahresabschluss 2015, S. 12.

²⁵ Vgl. Frankfurter Rundschau vom 6. Juli 2016, S. 15.

unteren und mittleren Preissegment zu lenken. Demnach sollten Bauherren innerhalb von drei Jahren insgesamt 29 % der Kosten beim Finanzamt gelten machen können – zusätzlich zu der ohnehin geltenden linearen Abschreibung von 2 % pro Jahr. Förderfähige Bemessungsgrundlage sollten maximal 2000 EUR pro Quadratmeter ohne Grundstückskosten sein. Bei Baukosten jenseits von 3000 EUR sollte es überhaupt keine Förderung geben. Der Streit zwischen den Koalitionsfraktionen drehte sich im Wesentlichen um die Frage, ob geförderte Neubauten auch mit einer Mietobergrenze versehen werden sollten. Dafür machte sich die SPD stark.²⁶ Die CDU/CSU lehnte das aber ab. Der *Deutsche Mieterbund* bedauerte das Scheitern der Sonder-Abschreibung für Bauherren, hatte aber auch auf eine Mietobergrenze gepocht. Die Grünen hatten das Gesetz unisono abgelehnt.²⁷

3. Konzern-Geschäftsstrategie der „Deutsche Wohnen“

3.1 Bewirtschaften – Entwickeln – Veräußern

Der Vermietungsbestand der „Deutsche Wohnen“ umfasste zum 31. März 2016 insgesamt 157.948 Wohneinheiten bzw. 9,5 Millionen Quadratmeter Wohnfläche. Dazu kamen 2.160 Gewerbeeinheiten. Der Konzern gliedert dabei das Wohnimmobilienportfolio in strategische Kern- und Wachstumsregionen (unterschieden in Core⁺- und Core-Regionen) sowie in Non-Core-Regionen.

Core⁺-Regionen sind dynamische Märkte, in denen die „Deutsche Wohnen“ ein erhebliches Mietsteigerungspotenzial sowie ein positives Marktumfeld für Verkäufe sieht. Gekennzeichnet sind diese Märkte durch einen Nachfrageüberhang für Wohnraum. Die Core⁺-Regionen des Konzerns sind dabei die Metropolregionen Großraum Berlin, Rhein-Main, Mannheim/Ludwigshafen, Rheinland sowie Dresden. Auf diesen Verkäufermärkten²⁸ richtet man zukünftig verstärkt den Fokus für Akquisitionen. Bezogen auf den gesamten Wohnungsbestand der „Deutsche Wohnen“ machen die Core⁺-Regionen 85 % aus. Die aktuelle durchschnittliche Miete je m² liegt hier bei 6,01 EUR.

²⁶ Knuf, T., Steuerentlastung im Wohnbau vom Tisch. CDU und SPD beerdigen die Idee einer Sonderabschreibung auf Mietwohnungen/Zankapfel: Mietobergrenze, in: Frankfurter Rundschau vom 6. Juli 2016, S. 15.

²⁷ Vgl. ebenda, S. 15.

²⁸ Verkäufermärkte sind dadurch gekennzeichnet, dass sich der Verkäufer bei der Fixierung der Konditionen (Preis, Menge, Qualität und sonstige Konditionen) in einer dem Käufer gegenüber starken Marktposition zur Durchsetzung seiner Interessen befindet.

Core-Regionen zeichnen sich mit einer zu erwartenden stabilen Marktentwicklung aus, wobei sich hier die Wohnungsmärkte weitgehend im Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage befinden. Die Wirtschaftslage in diesen Regionen ist stabil, es liegt eine durchschnittliche Kaufkraft und eine gleichbleibende Anzahl an privaten Haushalten vor. Die Core-Regionen der „Deutsche Wohnen“ sind dabei Hannover/Braunschweig, Magdeburg, Kiel/Lübeck, Halle/Leipzig/Erfurt und sonstige Standorte. Rund 11 % des Immobilienbestandes befanden sich dabei am 31. März 2016 in Core-Regionen. Der aktuelle Mietzins je m² beträgt hier 5,55 EUR.

Als Non-Core-Regionen definiert der „Deutsche Wohnen“ Konzern Regionen, die in ihrer Entwicklung stagnieren und/oder eine negative wirtschaftliche Tendenz aufweisen. Dabei handelt es sich überwiegend um ländliche Räume sowie sich im Streubesitz in Sachsen-Anhalt, Brandenburg, Sachsen, Rheinland-Pfalz und sonstigen Gebieten befindende Immobilienbestände. Der Anteil am Gesamtbestand des Konzerns lag hier aber lediglich bei 3 % und der aktuelle Mietzins kommt auf 5,08 EUR je m².

In Anbetracht der Dreiteilung in Core⁺, Core und Non-Core setzt die „Deutsche Wohnen“ auf drei unterschiedliche Anlagestrategien:

- a) Bewirtschaften: Die Wohnungseinheiten sind in einem guten oder ausgezeichneten Zustand. Hier verfolgt man die Wiedervermietung und eine Realisierung des Mietpotenzials in jeweiliger Übereinstimmung mit den Markttendenzen.
- b) Entwickeln: Das Wohnungsportfolio befindet sich in einem unterdurchschnittlichen Zustand aber in vielversprechenden Lagen. Daher geht man davon aus, dass erhebliche Modernisierungsinvestitionen erforderlich sind, um das Mietpotenzial der unter „entwickeln“ zugeordneten Einheiten zu erhöhen.
- c) Veräußern: Hier erfolgen laut Management wegen des schlechten Entwicklungspotenzials strategisch Blockverkäufe oder Wohnungsprivatisierungen.

Im Zuge dieser Anlagestrategien hat die „Deutsche Wohnen“ 2015 Käufe getätigt, d.h., „rund 21.700 Wohnungen zu einem Kaufpreis von insgesamt knapp 1,7 Mrd. EUR erworben. Zwei Drittel der Einheiten liegen in Core⁺-Märkten, die sich durch eine dynamische Nachfrageent-

wicklung mit überdurchschnittlichem Mietwachstum auszeichnen und ein Mietpotenzial von bis zu 30 % aufweisen. Davon liegen allein rund 11.500 Einheiten in Berlin. Weitere 3.800 Wohneinheiten wurden im Core-Markt Kiel/Lübeck erworben.²⁹

Beim Verkauf nutzte der Konzern die anhaltend starke Nachfrage nach Immobilien. „So wurden rund 9.000 Wohnungen mit Nutzen- und Lasten-Wechsel in 2015 veräußert. Davon entfielen rund 20 % auf die Einzelprivatisierung und rund 80 % auf den Verkauf an institutionelle Käufer. Zusätzlich wurde im Bereich der opportunistischen Blockverkäufe ein größeres Portfolio mit rund 5.700 Wohneinheiten veräußert. In beiden Fällen handelte es sich um Wohnungen in Berlin aus dem Bestand der GSW, die nach DWAG-Analysen zufolge hinsichtlich ihres Zustands, ihres Baualters und in Bezug auf die Lage zu den schwächeren Wohnanlagen gehören.³⁰

Das Management der „Deutsche Wohnen“ setzt insgesamt auf weitere Mietpreissteigerungen (vgl. dazu das folgende Kap. 3.2.1) durch einen Ausbau der preisfreien Core⁺- und Core-Vermietungsbestände. Dazu heißt es im Geschäftsbericht für das Jahr 2015: „Im Bereich der Wohnungsbewirtschaftung wollen wir uns weiterhin auf Ballungszentren fokussieren und die Qualität unserer Immobilien durch Investitionen weiter verbessern. Im Rahmen der Evaluierung unseres Portfolios haben wir 2014 für die nächsten Jahre ein Modernisierungsprogramm in Höhe von 400 Mio. EUR aufgelegt. Diese Mittel sollen in die Core⁺-Regionen investiert werden und weiteres Wertpotenzial generieren. Die laufenden Instandhaltungen werden sich 2016 auf Vorjahresniveau zwischen 9 EUR pro qm und 10 EUR pro qm bewegen. (...) Die geplante Like-for-like-Mietsteigerung³¹ beträgt 2,5 %. Insgesamt erwarten wir ein Segmentergebnis von rund 570 Mio. EUR³² 2015 lag das Ergebnis aus der Wohnungsbewirtschaftung bei 519,2 Mio. EUR (vgl. dazu ausführlich Kap. 4.2.1). Dies würde für 2016 eine Steigerung von fast 10 % bedeuten.

²⁹ Deutsche Wohnen AG, Jahresabschluss 2015, S. 9.

³⁰ Ebenda, S. 9.

³¹ Like-for-like-Mietsteigerungen heißt Mieterhöhungen nur für Wohnungsbestände, die in den letzten 12 Monaten durchgehend im Unternehmen bewirtschaftet wurden.

³² Deutsche Wohnen AG, Jahresabschluss 2015, S. 30.

3.2 Mietpreiserhöhungen als Strategie

3.2.1 Der (Miet)-Preis als eine „gefährliche Waffe“

Der Preis ist allgemein für Unternehmen, wie dies schon der Vater der marktwirtschaftlich-kapitalistischen Ordnung, Adam Smith, in seinem epochalen Werk „Der Wohlstand der Nationen“ 1776 bemerkte, die „schärfste und gefährlichste Waffe“ gegen Nachfrager (hier am Wohnungsmarkt gegen Mieter). Deshalb soll Wettbewerb auf der Anbieterseite die Möglichkeiten für Preiserhöhungen restringieren. Ist Wettbewerb aber nicht gegeben, weil marktherrschende Unternehmen (womöglich sogar Monopolisten) ihn ausgeschaltet haben, so stellt jede Preiserhöhung einen Machtmissbrauch gegen die Nachfrager zum Vorteil der anbietenden Unternehmen dar. Sie erzielen dann ohne eine zusätzliche Mengen- und/oder Qualitätsleistung zu erbringen einen ausbeuterischen Extraprofit.

So verwundert es nicht, dass die „Deutsche Wohnen“ als ein marktmächtiges Unternehmen im Großraum Berlin strategisch auf Preiserhöhungen setzt, die als Mietpreiserhöhungen am Wohnungsmarkt besonders verwerflich sind. Schließlich ist die Wohnung für Menschen ein Gut der Daseinsfürsorge. Eine Substitution, wie sie bei vielen andern Gütern auf der Nachfrageseite möglich ist, läßt sich hier nur schwer bewerkstelligen. Die Nachfrage ist weitgehend preisunelastisch. Kommt es hier zu Nachfrageüberhängen in Verbindung mit marktbeherrschenden Unternehmen auf der Angebotsseite, dann sind Mietpreissteigerungen ohne adäquate Gegenleistungen durch einen verbesserten Wohnraum keine Grenzen gesetzt, dann kommt es zu einer Ausnutzung einer Überlegenheitsposition, zu einer Ausbeutung am Markt durch Wohnungsunternehmen. Preissteigerungen (Δp) fallen hier regelmäßig höher als die Grenzkostensteigerungen ($\Delta K'$) aus, die sich unter Wettbewerbsbedingungen neutralisieren würden. Dies beschreibt der nach *Abba P. Lerner* benannte Lernerische Monopolgrad (m).

$$m = (\Delta p - \Delta K') / \Delta p$$

Dieser ist null ($m = 0$), wenn an den Märkten Wettbewerb und eine elastische Preisnachfrage vorliegt. Ist aber beides nicht gegeben und es kommt zusätzlich noch zu Marktverknappungen (Nachfrage > Angebot) oder marktbeherrschende Unternehmen reduzieren künstlich ihre Produktion, dann folgt daraus ($\Delta p > \Delta K'$), so dass der Monopolgrad (m) im Ergebnis zunehmend positiv wird, bis er womöglich den maximalen Wert von eins erreicht und damit eine absolute Monopol- und Machtstellung am Markt gegeben ist.

Nur die Preiselastizität der Nachfrage (η) kann dann noch den Monopolgrad einschränken. Sie spiegelt hier die *Marktgegenseite* wider und bestimmt sich aus dem Quotienten einer relativen Nachfragemengenänderung zu einer relativen Preisänderung:

$$\eta = \frac{\frac{\Delta N}{N}}{\frac{\Delta p}{p}} = \frac{\text{relative Nachfragemengenänderung}}{\text{relative Preisänderung}}$$

Der Preis (p) eines marktbeherrschenden Unternehmens, selbst eines Monopolisten, kann dabei kaum höher als die Grenzkosten (K') ausfallen, wenn (η) sehr groß ausfällt, also eine stark preiselastische Nachfrage vorliegt.

$$\frac{p}{K'} = \frac{\eta}{\eta - 1}$$

Dies zeigt auch die sogenannte *Amoroso-Robinson-Relation*:

$$E' = p - \frac{p}{\eta}$$

Am Wohnungsmarkt liegt aber regelmäßig eine preisunelastische Nachfrage vor, so dass es hier bei marktbeherrschenden Unternehmen zu keiner Einschränkung des Monopolgrades kommt. Daher ist auf dem zusätzlich verknappten Wohnungsmarkt in Deutschland die 2015 erfolgte Einführung einer staatlichen Mietpreisbremse³³ dringend geboten gewesen.³⁴ Aber auch Mietspiegel wirken bereits durchaus dämpfend auf Mietpreissteigerungen. Dies beklagt offensichtlich das Management der „Deutsche Wohnen“, wenn im Börsenbericht des Unternehmens konstatiert wird: „Das Mietwachstum der letzten zwölf Monate wurde wesentlich

³³ Vgl. de Hesselle, V., Bödow, M., Eigentum verpflichtet: Überlegungen zur Mietpreisbremse, in: André M. Latour/Eva-Maria Lewkowicz/Mike Wienbracke (Hrsg.), An den Schnittstellen von Recht und Wirtschaft, Frankfurt a.M. 2016, S. 226ff. de Hesselle und Bödow stellen hier zusammenfassend fest: „Das Gesetz zur Mietpreisbindung ist aus juristischer und ökonomischer Sicht kein rechtswidriger Eingriff in die Eigentumsrechte des Einzelnen, der Gesetzgeber stärkt damit gesetzeskonform die Verpflichtung des Gemeinnutzens des Eigentums. Jedoch werden die mit dem Gesetz verbundenen gesetzgeberischen Erwartungen wahrscheinlich nicht erreicht“ (S. 242). Dies bestätigt das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin in ihrem Wochenbericht Nr. 22/2016, S. 491ff., wenn das Institut schreibt: „Die Mietpreisbremse wirkt bisher nicht“.

³⁴ Auch ohne ein staatliches Gesetz zur Einschränkung von Mietpreissteigerungen ist es offensichtlich möglich, den Mietanstieg zu restringieren. So hat die öffentliche Wohnungsbaugesellschaft ABG Frankfurt Holding im Aufsichtsrat beschlossen, dass in den nächsten fünf Jahren die Mieten noch maximal um fünf Prozent erhöht werden dürfen. Vgl. Manus, C., Aufsichtsrat deckelt Mietanstieg, in: Frankfurter Rundschau vom 8. Juli 2016, S. D8.

durch den Berliner Mietspiegel beeinflusst, der im Mai 2015 publiziert wurde.³⁵ In Konsequenz ging die „Deutsche Wohnen“ gegen den Berliner Mietspiegel von 2013 vor Gericht, um bei einem Bestandsmieter eine deutliche Mieterhöhung oberhalb des Mietspiegels von 2013 durchzusetzen. Dem hat das Amtsgericht Charlottenburg, ökonomisch völlig kontraproduktiv, in erster Instanz Recht gegeben, weil der Mietspiegel angeblich „unwissenschaftlich“ ermittelt und „frei gegriffen“ worden sei (AZ 235 C 133/13). Das Urteil ist ohne weitere Revisionsmöglichkeit vom Landgericht Berlin am 20. April 2015 final bestätigt worden (Geschäftsnummer: 18 S 411/13). Der Berliner Mieterverein hält beide Urteile für falsch.³⁶ Dem kann man nur zustimmen!

Mieterhöhungen für Wohnraum sind aber auch noch aus einem ganz anderen ökonomischen Grund problematisch. Sie führen bei den Eigentümern der Immobilien zu Miet- und Pachterträgen, die als Wertschöpfung wie Löhne und Zinsen einen Doppelcharakter haben. Für den Vermieter sind es jeweils Einkommen und für den Mieter stellen die Miet- und Pachterträge Kosten dar. Hieraus ergibt sich ein permanenter Widerspruch. Die Vermieter wollen die Miet- und Pachterträge maximieren, und die Mieter ihre Mietkosten minimieren. Beides geht aber nicht! Außerdem können Immobilieneigentümer ihre Miet- und Pachterträge erzielen, ohne dass sie dafür selbst arbeiten müssen. Sie realisieren die Wertschöpfung in Form von Miete/Pacht ganz einfach aus einem Immobilienbestand, den sie zuvor womöglich sogar nur geerbt haben.³⁷

3.2.2 Shareholder-value-Ideologie bei der „Deutsche Wohnen“

Bei der „Deutsche Wohnen“ besteht der Immobilienbestand per 31. März 2016 zu 12.692,9 Mio. EUR aus als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien. Bezogen auf die Bilanzsumme von 14.431,9 Mio. EUR waren das 88 % des gesamten Vermögens. Die Eigentümer (Aktionäre) des bilanzierten Immobilienvermögens erwarten hier eine Rendite, die von der „Deutsche Wohnen“ als Konzern- und Aktiengesellschaft³⁸ erwirtschaftet werden soll. Dabei hat heute ein Unternehmen, insbesondere ein Finanzinvestor, im Sinne einer Shareholder-value-Ideologie vorrangig den Interessen seiner Eigentümer (Shareholder) zu dienen. „Nur in dem

³⁵ Börsenzwischenbericht der DWAG zum 31. März 2016, S. 6.

³⁶ Vgl. Berliner Mieterverein, Pressemitteilung Nr. 15/15 vom 13. Mai 2015.

³⁷ Vgl. Piketty, T., Das Kapital im 21. Jahrhundert, hier insbesondere das Kapitel 11: Verdienst und Erbschaft auf lange Sicht, München 2014.

³⁸ Vgl. Schredelseker, K. Aktiengesellschaft, in: von Eynern, G./Böhret, C., (Hrsg.), Wörterbuch zur politischen Ökonomie, 2. Aufl., Wiesbaden 1977, S. 15ff.

Maße, in dem es gelinge, den Shareholder value, d.h. den Wert des Unternehmens für die Anteilseigner zu maximieren, könnten andere Ansprüche wie die der Beschäftigten auf sichere Arbeitsplätze und hohe Löhne oder des Staates auf Steuereinnahmen realisiert werden.³⁹ Der Shareholder setzt dabei auf die Realisierung einer möglichst kurzfristigen Maximierung der Profitrate (Gewinn in Relation zum eingesetzten Eigenkapital), die möglichst noch durch einen Leverage-Effekt⁴⁰ gesteigert werden soll.

Die in diesem Kontext von 2012 bis 2015 bei der „Deutsche Wohnen“ jahresdurchschnittlich realisierte Profitrate (als Eigenkapitalrentabilität vor Steuern) lag bei 18,7 %. Dies ist für eine Wohnungsbaugesellschaft eine erstaunlich hohe Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals (vgl. dazu ausführlich Kap. 4.2.2).

4. Wirtschaftliche Situation der „Deutsche Wohnen“ als Konzern

4.1 Allgemeine Bilanz-Bewertungsgrundsätze

Die Umsetzung der Geschäftsstrategie der „Deutsche Wohnen“ zeigt sich im wirtschaftlichen Ergebnis, dass der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz zu entnehmen ist. Hier wird im Folgenden auf die WP-geprüften⁴¹ Konzern-Jahresabschlüsse der „Deutsche Wohnen“ für die Jahre 2012 bis 2015 eingegangen bzw. Bezug genommen. Die Konzernjahresabschlüsse wurden dabei gemäß den International Financial Reporting Standards („IFRS“)⁴² und dem Gesamtkostenverfahren⁴³ erstellt. Der deutsche Gesetzgeber lässt die IFRS seit 1998 für den Konzernabschluss zu, ohne dass dazu ein paralleler Abschluss nach deutschen handelsrechtlichen Vorschriften gemäß HGB vorzunehmen ist. Damit ist man den international und kapitalmarktorientiert agierenden Konzernen⁴⁴ entgegengekommen. Angeblich um mehr Transparenz und Vergleichbarkeit zwischen den ansonsten nach jeweils nationalem Recht bilanzierenden Unternehmen herzustellen. Lediglich der Einzelabschluss der DWAG für die

³⁹ Sablowski, T., Shareholder value, in: Urban, H.-J. (Hrsg.), ABC zum Neoliberalismus. Von „Agenda 2010“ bis „Zumutbarkeit“, Hamburg 2006, S. 201f.

⁴⁰ Vgl. Jung, H., Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 2. Aufl., München 1996, S. 762f. „Der Leverage-Effekt bezeichnet die Hebelwirkung einer wachsenden Verschuldung auf die Rentabilität des Eigenkapitals. Die Eigenkapitalrentabilität wird bei einer Erhöhung des Fremdkapitalanteils am Gesamtkapital positiv beeinflusst, solange die Gesamtkapitalrentabilität über den Fremdkapitalkosten liegt.“ (Jung, S. 762)

⁴¹ Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist die Ernst & Young GmbH, Stuttgart.

⁴² Vgl. Bohl, W., Riese, J., Schlüter, J. (Hrsg.), Beck'sches IFRS-Handbuch, Kommentierung der IFRS, 3. Aufl., München 2009, Ballwieser, W., u.a. (Hrsg.), Handbuch IFRS 2011, 1. Aufl., Weinheim 2011.

⁴³ Vgl. Coenenberg, Adolf G., Jahresabschluss- und Jahresabschlussanalyse. Betriebswirtschaftliche, handels- und steuerrechtliche Grundlagen, 9. Aufl., 1987, S. 286f.

⁴⁴ Die IFRS werden dabei von zahlreichen Ländern zumindest für kapitalmarktorientierte Unternehmen vorgeschrieben. In Deutschland ist die Anwendung freiwillig.

Holdingsgesellschaft (hierauf wird für die Jahre 2014 und 2015 im Kap. 5 eingegangen) muss nach dem HGB vorgenommen werden. Dies alles hat bilanzpolitische Implikationen.

Die Bewertungsmöglichkeiten des Vermögens und Kapitals im deutschen HGB sind wesentlich enger als die im IFRS. Das HGB basiert im Wesentlichen auf dem Vorsichtsprinzip. „Sowohl im Interesse des Eigentümers als auch des Gläubigers sollte die Rechnungslegung ‚vorsichtig‘ geführt werden, d.h. sie sollte keinen zu optimistischen Eindruck von der Lage des Unternehmens vermitteln. (...) Dem Prinzip der Vorsicht liegt die Vorstellung des vorsichtigen Kaufmanns zugrunde, der sich vor sich selbst und vor anderen nicht reicher rechnet, als er tatsächlich ist, sondern in Zweifelsfällen eher ärmer. In der Praxis wird der Vorsichtsprinzip oft zum Vorwand für bilanzpolitische Maßnahmen zur Schaffung stiller Reserven verwendet. Damit erfährt das Vorsichtsprinzip allerdings eine falsche Deutung, denn eine solche Handlungsweise ist nicht mit den Grundsätzen der Richtigkeit und Klarheit in Einklang zu bringen.“⁴⁵ Dem Vorsichtsprinzip im HGB entspricht eine Bewertung zu Anschaffungs- und Herstellungskosten sowie dem Imparitätsprinzip, das gleich in zweifacher Weise bei der Bewertung zum Tragen kommt. „Es verlangt zum einen eine erfolgswirksame Herabsetzung des Buchwertes von Vermögensgegenständen, wenn der tatsächliche Wert eines Vermögensgegenstandes niedriger ist als der Buchwert (Niederstwertprinzip). Der ‚tatsächliche Wert‘ eines Vermögensgegenstandes entspricht dabei entweder dem bei Veräußerung des Gegenstandes erzielbaren Nettoverrealisationswert oder dem Barwert der bei bestimmungsgemäßer Verwendung des Vermögensgegenstandes mit diesem verbundenen Nettoeinzahlungen. Maßgebend ist dabei der jeweils höhere von diesen beiden Werten, weil dieser den der günstigsten Verwendungsmöglichkeit des Vermögensgegenstandes zugeordneten Wert angibt. Zum anderen sind wahrscheinliche Verluste aus noch nicht erfüllten Liefer- oder Beschaffungsverträgen (hierbei handelt es sich um sog. schwebende Geschäfte) in der Rechnungsperiode erfolgsmindernd zu erfassen, in der sie bekannt werden. Dabei liegt ein Verlust vor, wenn die angefallenen Kosten und die noch anfallenden Kosten den aus dem Geschäft zu erwartenden Erlös übersteigen.“⁴⁶

Nach IFRS werden diese Bewertungsgrundsätze des HGB nicht in Ansatz gebracht. Hier geht es mehr um eine marktbezogene nach aktuellen Marktwerten bewertete Bilanz zur Information der Eigentümer oder Anteilseigner von Kapitalunternehmen gemäß einem „true and fair

⁴⁵ Coenenberg, Adolf G., Jahresabschluss- und Jahresabschlussanalyse, a.a.O., S. 43.

⁴⁶ Ebenda, S. 41f.

view/fair presentation“. Demnach soll der Jahresabschluss eines Unternehmens ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Kapital- und Ertragslage vermitteln. Stille Reserven durch eine Unterbewertung des Vermögens und eine Überbewertung des Kapitals werden somit nach IFRS weitgehend vermieden. Die Gewinne sollen für die Shareholder offengelegt und damit ausschüttungsmöglich gemacht werden.

4.2 Konzernabschlüsse der „Deutsche Wohnen“ für die Jahre 2012 bis 2015

4.2.1 Ergebnisrechnungen durch Bewertungen geprägt

Die Konzernabschlüsse der „Deutsche Wohnen“ zeigen von 2012 bis 2015 ein kumuliertes Ergebnis vor Ertragsteuern in Höhe von 3.232,5 Mio. EUR. Die Ertragsteuern auf diesen Gewinn lagen bei 778,1 Mio. EUR, so dass sich der kumulierte Gewinn nach Steuern auf 2.454,4 Mio. EUR belief. Die durchschnittliche Steuerquote lag bei nur 24,1 %.

Seit 2012 ist beim Gewinn nach Steuern eine extreme Steigerung zu verzeichnen. Lag der Gewinn 2012 noch bei 145,7 Mio. EUR, so wurde 2015 ein Gewinn von 1.206,6 Mio. EUR realisiert. Dies entspricht einer Steigerungsrate von 728,1 %!

Eine differenzierte Ergebnisbetrachtung zeigt dabei, dass das Ergebnis der Wohnungsbewirtschaftung von 2012 bis 2015 kumuliert bei 1.511,8 Mio. EUR lag. Die Wohnungsbewirtschaftung wird dabei überwiegend von den 100 %igen Tochtergesellschaften erbracht. Die *Deutsche Wohnen Management GmbH*, die *Deutsche Wohnen Immobilien Management GmbH* und die *Deutsche Wohnen Kundenservice GmbH* bündeln hier alle Tätigkeiten im Zusammenhang mit der Bewirtschaftung und Verwaltung der Immobilien, dem Management von Mietverträgen und der Betreuung der Mieter. Die *Deutsche Wohnen Construction and Facilities GmbH* verantwortet die technische Instandhaltung und Entwicklung der Wohnungsbestände.

Das Ergebnis der Wohnungsbewirtschaftung resultiert aus starken Einnahmenverbesserungen bei nur unterproportional gestiegenen Aufwandssteigerungen. Dies lässt auf realisierte Mietpreissteigerungen (vgl. Kap. 3.2.) schließen, die der Vorstand der „Deutsche Wohnen“ bestätigt: „So profitierten wir 2015 abermals von der starken Nachfrage nach Wohnen in Ballungszentren und Metropolregionen, bedingt durch eine kontinuierliche Zuwanderung und steigende Haushaltszahlen. Dadurch waren wir in der Lage, entsprechende Mietsteigerungen zu rea-

lisieren und das Geschäftsfeld Verkauf weiter zu forcieren.⁴⁷ So nahmen die Einnahmen von 2012 bis 2015 um 164,1 % zu, während die Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung „nur“ um 151,8 % stiegen, also um 12,3 Prozentpunkte geringer ausfielen. In den Aufwendungen waren in den Jahren 2014 und 2015 fast 90 Mio. EUR Instandhaltungsaufwendungen enthalten.

Neben der Wohnungsbewirtschaftung erzielte die „Deutsche Wohnen“ als Konzern im Ergebnis aus dem Verkauf von Wohnungseinheiten von 2012 bis 2015 einen kumulierten Überschuss von 164,3 Mio. EUR. Dieser resultiert aus Verkaufserlösen in Höhe von 1.268,9 Mio. EUR bei Verkaufskosten von 55,7 Mio. EUR. Dabei war im Ergebnis ein kumulierter Buchwertabgang aus dem aktivierten Vermögen von insgesamt 1.048,9 Mio. EUR zu verrechnen. Die Verkaufserlöse sind hier von 2012 bis 2015 extrem um 301,7 % gestiegen. Die Buchwertabgänge legten mit 328,8 % noch stärker zu. Der Zuwachs resultiert aber in beiden Fällen überwiegend aus dem Jahr 2015. Der Verkauf von Immobilien wird innerhalb der „Deutsche Wohnen“ über die *Deutsche Wohnen Corporate Real Estate GmbH* gesteuert. Der Vorstand bemerkt dazu: „Insbesondere im Rahmen der Wohnungsprivatisierung in den strategischen Kern- und Wachstumsregionen setzen wir in hohem Maß Kapital frei und verstärken somit unsere Innenfinanzierungskraft. Vor dem Hintergrund des gegenwärtigen Marktumfelds sind auch opportunistische Verkäufe aus dem Core⁺ - und Core-Regionen im Rahmen des institutionellen Verkaufs möglich.“⁴⁸

Auch das Ergebnis aus Pflege und betreutem Wohnen (unter der Marke „KATHARINENHOF[®]“), die man nicht zum Kerngeschäftsfeld zählt, sondern als eine „strategische Beteiligung“ einordnet, war von 2012 bis 2015 mit kumulierten 55,0 Mio. EUR positiv. Die Steigerungsraten im Ergebnis fielen hier aber weit geringer aus. Dennoch konnte von 2012 bis 2015 eine beträchtliche Ergebnisverbesserung in Höhe von 57,6 % erreicht werden.

Unter Berücksichtigung der allgemeinen Verwaltungs- und Personalkosten sowie sonstiger Aufwendungen und Erträgen erzielte die „Deutsche Wohnen“ von 2012 bis 2015 ein kumuliertes Betriebsergebnis (EBITDA) in Höhe von 1.369,0 Mio. EUR.

⁴⁷ Deutsche Wohnen AG, Jahresabschluss 2015, S. 17.

⁴⁸ Ebenda, S. 5.

Deutsche Wohnen AG (Konzernabschluss)					
in Mio. EUR	2012	2013	2014	2015	Summe
Einnahmen aus der Wohnungsbewirtschaftung	240,1	372,9	626,3	634,0	1.873,3
Aufwendungen aus der Wohnungsbewirtschaftung	45,6	80,6	120,5	114,8	361,5
davon <i>Instandhaltung</i>			88,8	86,1	
Ergebnis Wohnungsbewirtschaftung	194,5	292,3	505,8	519,2	1.511,8
Verkaufserlöse	167,8	169,7	257,4	674,0	1.268,9
Verkaufskosten	11,8	10,3	12,1	21,5	55,7
Buchwertabgang	136,1	136,3	192,9	583,6	1.048,9
Ergebnis aus Verkauf	19,9	23,1	52,4	68,9	164,3
Erlöse aus Pflege und betreutes Wohnen	42,0	59,9	68,2	67,1	237,2
Aufwendungen aus Pflege und betreutes Wohnen	32,1	46,7	51,9	51,5	182,2
davon <i>Personalaufwand</i>	20,8	30,3	33,3	33,7	118,1
Ergebnis aus Pflege und betreutes Wohnen	9,9	13,2	16,3	15,6	55,0
Verwaltungskosten	40,4	52,9	90,5	74,7	258,5
davon <i>Personalaufwand</i>	23,6	31,8	56,9	45,9	158,2
Sonstige Aufwendungen/Erträge	12,7	-22,7	-29,6	-64,0	-103,6
Ergebnis I (Betriebsergebnis EBITDA)	196,6	253,0	454,4	465,0	1.369,0
Bewertungsanpassung der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien (Fair-Value-Anpassung)	119,2	101,3	952,7	1.734,1	2.907,3
Abschreibungen	3,1	5,5	6,1	5,7	20,4
Ergebnis II vor Steuern und Zinsen (EBIT)	312,7	348,8	1.401,0	2.193,4	4.255,9
Finanzerträge	2,0	1,0	1,0	0,9	4,9
Ergebnis aus Marktanpassung derivativer Finanzinstrumente und von Wandelschuldverschreibungen	-0,2	10,6	-111,5	-213,7	-314,8
Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen	0	0	-0,5	1,8	1,3
Finanzaufwendungen	108,7	142,4	268,5	195,2	714,8
Finanzergebnis	-106,9	-130,8	-379,5	-406,2	-1.023,4
Ergebnis III vor Steuern	205,8	218,0	1.021,5	1.787,2	3.232,5
Ertragsteuern	60,1	5,2	132,2	580,6	778,1
Ergebnis IV (Periodenergebnis nach Steuern)	145,7	212,8	889,3	1.206,6	2.454,4
Steuerquote in v.H.	29,2	2,4	12,9	32,5	24,1
Personalaufwand gesamt	44,4	62,1	90,2	79,6	276,3
Mitarbeiter DW (ohne Auszubildende)	382	477	784	766	
Mitarbeiter Katharinenhof (ohne Auszubildende)	1.035	1.400	1.387	1.393	

Eine gemäß IFRS (vgl. Kap. 4.1.) durch das Asset Management der „Deutsche Wohnen“ vorgenommene „Fair-Value-Anpassung“, der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien, erbrachte von 2012 bis 2015 kumuliert einen Bewertungsertrag von 2.907,3 Mio. EUR. Im Konzern-Geschäftsbericht 2015 führt der Vorstand der „Deutsche Wohnen“ dazu aus: „Die in den Vorjahren gestellten Weichen hinsichtlich der Konzentration unseres Portfolios auf Core⁺ - und Core-Märkte (vgl. Kap. 3.1.) tragen spätestens seit 2014 Früchte. Die anhaltend hohe Nachfrage nach Wohnraum führt zu überdurchschnittlichen Miet- und Preissteigerungen in den Ballungszentren. Die „Deutsche Wohnen“ profitierte davon unter anderem mit einem Bewertungsgewinn von rund 1,7 Mrd. EUR (nur in 2015, d.V).“⁴⁹ Schon 2014 lag dieser reine Bewertungsgewinn bei 952,7 Mio. EUR.

Auf Grund der von 2012 bis 2015 nur gering angefallenen kumulierten Abschreibungen auf Sachanlagen in Höhe von 20,4 Mio. EUR zeigt das EBIT (Earnings before Interest and Taxes) insgesamt einen kumulierten Ertrag von 4.255,9 Mio. EUR.

Das Finanzergebnis ist im gleichen Zeitraum mit 1.023,4 Mio. EUR negativ. Hier schlagen hohe Finanzaufwendungen von 714,8 Mio. EUR zu buche. Zieht man vom EBIT-Ergebnis das Finanzergebnis ab, so erhält man den Jahresüberschuss vor Ertragsteuern. Dieser lag kumuliert von 2012 bis 2015 bei 3.232,5 Mio. EUR, so dass sich nach Abzug der Steuern (778,1 Mio. EUR) der bereits erwähnte kumulierte Jahresüberschuss nach Steuern in Höhe von 2.454,4 Mio. EUR ergibt.

Um Bewertungen bereinigtes Konzernergebnis der "Deutsche Wohnen"		
in Mio. EUR	2014	2015
Jahresüberschuss vor Steuern	1.021,5	1.787,2
Bewertungsgewinn aus Marktwertanpassung	952,7	1.734,1
Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen	0,5	1,8
Bereinigtes Ergebnis	68,3	51,3

In dieser kumulierten Ergebnisrechnung stecken aber, wie bereits erwähnt, beträchtliche Bewertungsgewinne. Dies zeigen besonders die Geschäftsjahre 2014 und 2015. Bereinigt um diese Buchwertgewinne fallen die Ergebnisse der „Deutsche Wohnen“ mit 68,3 Mio. EUR für 2014 und 51,3 Mio. EUR für 2015 nur bescheiden aus.

⁴⁹ Deutsche Wohnen AG, Jahresabschluss 2015, S. 16.

4.2.2 Vermögens- und Finanzlage ist zu Marktpreisen bewertet

Durch die „Fair-Value-Anpassung“ der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien wurde, wie zuvor aufgezeigt, das Konzernergebnis insbesondere in den Jahren 2014 und 2015 stark positiv beeinflusst. Dadurch erhöhte sich das Eigenkapital. Dazu beigetragen hat 2015 auch eine Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen mit Bezugsrechten und einem Bruttoemissionserlös in Höhe von rund 907 Mio. EUR. Gegenläufig wirkten sich hier die Dividendenauszahlungen für die Geschäftsjahre 2014 und 2015 aus. 2014 betrug die Dividende 0,44 EUR und 2015 0,54 EUR je Aktie. Dies ist eine Steigerung um fast 23 %. Bei einem Börsenkurs von 30 EUR beträgt für 2015 die Rendite jedoch nur 1,8 %. Die Dividendenausschüttung belief sich dabei insgesamt für 2014 auf knapp 130 Mio. EUR und für 2015 auf 182 Mio. EUR. Sie berechnet sich jeweils auf Basis des „Funds from Operations“ (FFO I)⁵⁰ in Höhe einer Ausschüttungsquote von 60 %. Für 2016 ist hier eine Quote von 65 % vorgesehen.

Funds from Operations (FFO)	2012	2013	2014	2015	Veränd. in v.H.
EBITDA			454,4	465,0	
Sonstige einmalige Aufwendungen und Erträge			0,0	-0,2	
Transaktionskosten			5,5	47,5	
Restrukturierungs- und Reorganisationsaufwendungen			15,2	11,6	
EBITDA (bereinigt)			475,1	523,9	
Ergebnis aus Verlauf			-52,4	-68,9	
At-Equity-Bewertung			-0,5	1,8	
Zinsaufwendungen/-erträge			-182,4	-126,1	
Ertragsteuern			-16,5	-21,5	
Minderheiten			-5,9	-6,2	
FFO I	68,2	114,5	217,4	303,0	344,3
FFO je Aktien in EUR*	0,54	0,65	0,75	0,94	74,1
Ergebnis aus Verlauf	19,9	23,1	52,4	68,9	246,2
FFO II	88,1	137,6	269,8	371,9	322,1
FFO II je Aktien in EUR*	0,70	0,78	0,93	1,16	65,7
*Basierend auf dem gewichteten Durchschnitt von rd. 320,85 Mio. ausstehender Aktien in 2015 und 291,63 Mio. in 2014					

⁵⁰ Die „Funds from Operations“ (FFO) (deutsch: „operatives Ergebnis“) sind eine betriebswirtschaftliche Kennzahl, die in der Immobilienwirtschaft nur Angabe der Rentabilität ausgewiesen wird. Ausgehend vom Jahresüberschuss werden Abschreibungen addiert und Zuschreibungen aus Bewertungen und Finanzderivaten abgezogen. Hinzu kommen alle nicht liquiditätswirksamen kalkulatorischen Kosten und der Gewinn aus Veräußerungserlösen wird abschließend abgezogen.

Geht man bei der Dividendenausschüttung vom Ergebnis ohne jeweilige Bewertungsgewinne aus, so waren die in 2014 und 2015 vorgenommenen Ausschüttungen eindeutig zu hoch, wie die folgende Tabelle zeigt. 2014 lag bezogen auf das bewertungsbereinigte Ergebnis eine Unterdeckung von 90,3 % und 2015 in Höhe von 254,8 % vor. Eine derartig weit überzogene Ausschüttungspolitik läßt sich nur unter einer weiter verfolgten aggressiven Mietpreissteigerungspolitik bei gleichzeitig geringer Instandhaltung der Wohnungsbestände und trotzdem erhöhter Mietnebenkosten-Abrechnungen umsetzen. Aber selbst dies wird nicht reichen! Entweder wird man mehr Schulden machen müssen oder das Eigenkapital der Gesellschaft aufzehren. Natürlich geht auch eine Kombination aus beidem, wie es schon 2014 und 2015 der Fall war. Eine nochmalige Kapitalerhöhung wie in 2015 (als „Last Exit“) dürfte bei einer schlechter werdenden realwirtschaftlichen Performance und einem operativen Ergebnis von rund 300 bis 350 Mio. EUR p.a. schwer werden. Auch bestehen hier im Finanzergebnis noch latente Risiken aus womöglich wieder steigenden Zinssätzen im Hinblick auf bestehende hohe Finanzverbindlichkeiten von fast 3,8 Mrd. EUR per 31.12.2015.

Um Bewertungen bereinigtes Konzernergebnis der "Deutsche Wohnen"		
in Mio. EUR	2014	2015
Jahresüberschuss vor Steuern	1.021,5	1.787,2
Bewertungsgewinn aus Marktwertanpassung	952,7	1.734,1
Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen	0,5	1,8
Bereinigtes Ergebnis	68,3	51,3
Dividendenausschüttungen	130,0	182,0
Unterdeckung	-61,7	-130,7
Unterdeckung in v.H.	90,3	254,8

Vermögens-, Kapital- und Finanzlage der Deutsche Wohnen (Konzern)				
in Mio. EUR	2012	2013	2014	2015
Vermögen				
Langfristige Vermögenswerte				
Als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien	4.614,6	8.937,1	9.611,0	11.859,1
Sonstige langfristige Vermögenswerte	104,8	788,7	952,3	939,8
Summe langfristige Vermögenswerte	4.719,4	9.725,8	10.563,3	12.798,9
Kurzfristige Vermögenswerte				
Kurzfristige Vermögenswerte	97,9	204,8	486,5	239,6
Liquide Mittel	90,6	196,4	396,4	661,6
Summe kurzfristige Vermögenswerte	188,5	401,2	882,9	901,2
Aktiva	4.907,9	10.127,0	11.446,2	13.700,1
Kapital				
Eigenkapital	1.609,7	3.944,3	4.876,1	6.872,0
Verbindlichkeiten				
Finanzverbindlichkeiten	2.768,6	5.161,5	4.779,0	3.780,4
Wandelschuldverschreibungen	0,0	247,9	748,7	965,4
Unternehmensanleihen	0,0	0,0	0,0	498,3
Steuerschulden	36,5	27,9	46,1	37,5
Pensionsverpflichtungen	54,5	55,3	67,7	64,6
Passive latente Steuern	143,3	288,9	557,9	1.110,2
Sonstige Verbindlichkeiten	295,2	401,2	370,7	371,7
Summe Verbindlichkeiten	3.298,1	6.182,7	6.570,1	6.828,1
Passiva	4.907,8	10.127,0	11.446,2	13.700,1
Eigenkapitalquote in v.H.	32,8	38,9	42,6	50,2
Fremdkapitalquote in v.H.	67,2	61,1	57,4	49,8

Die Marktpreisbewertung des Vermögens des „Deutsche Wohnen“ Konzerns hat die Aktiva von 2012 bis 2015 um 179,1 % ansteigen lassen. Das Vermögen besteht dabei so gut wie zu 100 % aus langfristig gebundenen Vermögenswerten. Die Finanzinvestitionen kommen hier 2015 auf einen Anteil von 86,6 %.

Auf Grund der Höherbewertung der Vermögenswerte stieg auch das Eigenkapital. Die Eigenkapitalquote legte in Folge von 32,8 % (2012) auf 50,2 % (2015), um 17,4 Prozentpunkte zu. Entsprechend sank die Fremdkapitalquote. Dennoch ging der Verschuldungsgrad als Loan-to-Value Ratio⁵¹ von 57,2 % (2012) auf 38,0 % (2015) zurück. Dabei erhöhten sich die Nettofinanzverbindlichkeiten um 71,1%. Die Finanzverbindlichkeiten durch aufgenommene Kredite

⁵¹ Loan-to-Value Ratio = Beleihungsquote: Mindestanforderungen von Banken hinsichtlich des Verhältnisses von Darlehenssumme zum Wert einer Immobilie. Bei Baufinanzierungen liegt die durchschnittliche Beleihungsquote bei ca. 70 %, wenn eine risikoarme Kreditstruktur gegeben ist.

(Darlehen) stiegen hierbei um 36,5 % und auch die Wandelschuldverschreibungen⁵² als Fremdkapital nahmen seit 2013 stark um 285,9 % zu.

Verschuldungsgrad	2012	2013	2014	2015
in Mio. EUR				
Finanzverbindlichkeiten	2.768,6	5.161,5	4.779,0	3.780,4
Wandelschuldverschreibungen	0,0	250,2	748,7	965,4
Unternehmensanleihen	0,0	0,0	0,0	498,3
Liquide Mittel	-90,6	-196,4	-396,4	-661,6
Nettofinanzverbindlichkeiten	2.678,0	5.215,3	5.131,3	4.582,5
Als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien	4.614,6	8.937,1	9.611,0	11.859,1
Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte	24,4	57,5	392,9	137,6
Zum Verkauf bestimmte Grundstücke und Gebäude	39,1	97,1	58,1	66,9
Summe Immobilienbestände	4.678,1	9.091,7	10.062,0	12.063,6
Loan-to-Value Ratio (in v.H.)	57,2	57,4	51,0	38,0

Bei den Finanzverbindlichkeiten kam es 2015 aber zu einem Rückgang um 998,6 Mio. EUR (-20,9 %). Der durchschnittliche Zinssatz im Vergleich zum Vorjahresstichtag von rund 2,5 % p.a. ging auf rund 1,8 % p.a. zurück. „Im Juli 2015 hat die „Deutsche Wohnen“ erstmalig eine Anleihe bei institutionellen Investoren platziert. Die Anleihe hat ein Volumen von 500 Mio. EUR und eine Laufzeit bis Juli 2020. Sie ist mit einem jährlichen Zinssatz von 1,375 % ausgestattet. Mit dem eingenommenen Betrag wurden bestehende Bankfinanzierungen abgelöst.“⁵³

Einen extremen Anstieg im Kapital zeigen die passiven latenten Steuern.⁵⁴ Sie nahmen von 2012 bis 2015 von 143,3 auf 1.110,2 Mio. EUR, um 674,7 % zu.

Sämtliche Pensionsverpflichtungen der „Deutsche Wohnen“ sind nach dem laufenden Einmalprämienverfahren (Projected Unit Credit Method) aufgrund eines versicherungsmathema-

⁵² Wandelschuldverschreibungen gewähren dem Inhaber neben den Rechten aus der Schuldverschreibung auch ein Recht auf Umtausch in Aktien oder ein Bezugsrecht auf Aktien. Wandelschuldverschreibungen sind für das Unternehmen in ungünstiger Situation auf dem Kapitalmarkt, bei der eine Emission nur zu schlechten Konditionen unterzubringen wäre, von Vorteil, da es nicht für längere Zeit gebunden ist. Beim Umtausch der Wandelschuldverschreibung in Aktien (Wandlung) geht das Fremdkapital unter und es entsteht Eigenkapital. Bei der Ausgabe der Wandelschuldverschreibung sind Umtauschverhältnis, Umtauschfrist und Umtauschpreis (evtl. Zuzahlung) festzulegen. Das Unternehmen kann diese Ausstattungskomponenten steuern. In der Regel liegt der Nominalzins der Wandelschuldverschreibung unter denen normaler Schuldverschreibungen, da Aussicht auf – oft erheblichen – Zusatzgewinn besteht, vor allem, wenn der Aktienkurs der Unternehmung später haussiert.

⁵³ Deutsche Wohnen AG, Jahresabschluss 2015, S. 20.

⁵⁴ Passiv latente Steuern ergeben sich als Differenzen zwischen unterschiedlichen handels- und steuerlichen Wertansätzen in der Bilanz oder aufgrund steuerlicher Verlustvorträge, wenn sie sich in späteren Geschäftsjahren voraussichtlich abbauen und sich insgesamt eine Steuerbelastung ergibt. Die latenten Steuern werden mit den Steuersätzen im Zeitpunkt des voraussichtlichen Abbaus der Differenzen bewertet und nicht abgezinst.

tischen Gutachtens nach den „Generationen-Richttafeln 2005G“ von Prof. Dr. Klaus Heubeck ermittelt worden. Es wurde der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichte Zinssatz von 3,94 % p.a. (Stand: 30. November 2015) (Vorjahr: 4,62 % p.a.) zugrunde gelegt. Dabei wurden Einkommenssteigerungen von 2,50 % p.a., Erhöhungen der Beitragsbemessungsgrenze von 2,25 % p.a. und Rentenanpassungen von 1,75 % p.a. berücksichtigt. Ansprüche aus Rückdeckungsversicherungen wurden gemäß § 246 Abs. 2 S. 2 HGB mit den Rückstellungen für Pensionsverpflichtungen saldiert. Die Pensionsrückstellungen beliefen sich 2015 auf 64,6 Mio. EUR.

Die Liquidität 1. Grades, die das Verhältnis der kurzfristigen Verbindlichkeiten zu den flüssigen Mitteln zeigt, hat sich zwar von 2012 (29,3 %) auf 83,9 % (2015) stark verbessert. Sie liegt aber immer noch unterhalb der betriebswirtschaftlich geforderten 100 %. Zählt man jedoch zu den flüssigen Mitteln noch die nur kurzfristig gebundenen Vermögenswerte hinzu, so wird mit der Liquidität 2. Grades der Zielwert von 100 % weit überschritten.

Liquidität	2012	2013	2014	2015
in Mio. EUR				
Liquidität 1. Grades in v.H.	29,3	37,2	72,8	83,9
Liquide Mittel	90,6	196,4	396,4	661,6
Kurzfristige Verbindlichkeiten	308,7	528,2	544,2	788,9
Liquidität 2. Grades in v.H.	122,3	235,2	485,8	692,0
Liquide Mittel	90,6	196,4	396,4	661,6
Kurzfristige Verbindlichkeiten	308,7	528,2	544,2	788,9
Kurzfristige Vermögenswerte	97,9	204,8	486,5	239,6

Die Profitraten der „Deutsche Wohnen“ als Konzern fallen üppig aus. Sie sind allerdings durch die aufgezeigten Bewertungsgewinne stark beeinflusst. So lag die jahresdurchschnittliche Eigenkapitalrentabilität nach Steuern von 2012 bis 2015 bei 18,7 %. Nach Steuern waren es noch 14,2 %. Und auch die jahresdurchschnittliche Gesamtkapitalrendite vor Steuern betrug noch 8,0 %. Nach Steuern waren es hier 6,1 %. Extrem hoch fielen dabei die Profitraten für 2015 aus (vgl. die folgende Tabelle).

Rentabilitäten in v.H.	2012	2013	2014	2015	JD
Eigenkapitalrentabilität vor Steuern	12,8	5,5	20,9	26,0	18,7
Eigenkapitalrentabilität nach Steuern	9,1	5,4	18,2	17,6	14,2
Gesamtkapitalrentabilität vor Steuern	4,2	2,2	8,9	13,0	8,0
Gesamtkapitalrentabilität nach Steuern	3,0	2,1	7,8	8,8	6,1
Legende					
Ergebnis III vor Steuern	205,8	218,0	1.021,5	1.787,2	3.232,5
Ergebnis IV nach Steuern	145,7	212,8	889,3	1.206,6	2.454,4

5. Einzelabschluss der Deutsche Wohnen AG als Holdinggesellschaft

Neben dem aufgezeigten Konzernabschluss soll im Folgenden noch auf den Einzelabschluss der Deutsche Wohnen AG eingegangen werden. Wie bereits im Kap. 4.1 ausgeführt wurde, findet hier nicht eine Bewertung nach IFRS, sondern nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) statt.⁵⁵ Die Deutsche Wohnen AG (DWAG) ist die Muttergesellschaft im Konzernverbund. Sie fungiert als Holdinggesellschaft und nimmt alle wesentlichen Zentralfunktionen für den Konzern wahr. Daraus erzielt die DWAG für ihre Tätigkeiten für die gesamte Gruppe Umsatzerlöse und erhält von ihren Tochterunternehmen Beteiligungserträge. Diese Erträge berücksichtigen die Ergebnisübernahmen der Töchter aus Ergebnisabführungs- bzw. Beherrschungsverträgen sowie von Personengesellschaften und Ausschüttungen der Tochtergesellschaften.

Zum 31.12.2015 beschäftigte die DWAG 158 MitarbeiterInnen (Vorjahr: 117) und 47 Auszubildende und Studenten (Vorjahr: 48).

⁵⁵ Der Jahresabschluss wurde gemäß §§ 242ff. und §§ 264 ff. HGB sowie den ergänzenden Bestimmungen des Aktiengesetzes erstellt. Die DWAG ist eine große Kapitalgesellschaft im Sinne des § 267 Abs. 3 HGB.

Deutsche Wohnen AG (Einzelabschluss)		
in Mio. EUR	2014	2015
Umsatzerlöse	18,2	26,4
Sonstige betriebliche Erträge	1,8	10,2
Gesamtleistung	20,0	36,6
Abschreibungen	1,6	1,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	28,1	97,1
Wertschöpfung	-9,7	-62,0
Wertschöpfungsquote in v.H.	-48,5	-169,4
Personalaufwand	14,6	19,7
Personalaufwand pro Kopf	124.786	124.684
Lohnquote in v.H.	-150,5	-31,8
Zinsergebnis	-14,7	0,1
Beteiligungsergebnis	216,3	209,2
Jahresergebnis vor Steuern	177,3	127,6
Steuern vom Einkommen	0	0
Sonstige Steuern	0	0
Jahresergebnis nach Steuern	177,3	127,6
Gewinnvortrag	0	47,5
Entnahme aus der Kapitalrücklage	0,0	50,0
Bilanzgewinn	177,3	225,1

Die Umsatzerlöse sind hier von 2014 bis 2015 von 18,2 auf 26,4 Mio. EUR, um 45,1 % gestiegen. Ebenso nahmen die sonstigen betrieblichen Erträge⁵⁶ zu. Die Gesamtleistung konnte dadurch sogar um 83 % gesteigert werden. Die Wertschöpfung der DWAG war dagegen 2015 und 2014 negativ. Die negative Wertschöpfungsquote lag 2015 bei 169,4 %. 2014 bei 48,5 %.

Der Personalaufwand konnte in beiden Jahren daher nicht aus der Wertschöpfung gedeckt werden. Nur durch die Beteiligungsergebnisse fiel das Jahresergebnis der DWAG positiv aus. Dabei wurden 2015 neben dem Jahresüberschuss von 127,6 Mio. EUR auch ein Gewinnvortrag von 47,5 Mio. EUR und eine Entnahme aus den Kapitalrücklagen von 50,0 Mio. EUR ausgewiesen. Dies führte insgesamt zu einem Bilanzgewinn in Höhe von 225,1 Mio. EUR.

Der Jahresabschluss einer Kapitalgesellschaft kann dabei entweder vor oder nach teilweiser, aber auch nach vollständiger Gewinnverwendung (Ausschüttung oder Thesaurierung) erstellt werden. Die DWAG weist ihren Jahresabschluss nach teilweiser Gewinnverwendung aus.

⁵⁶ Die sonstigen betrieblichen Erträge im Geschäftsjahr 2015 betreffen mit 7,4 Mio. EUR im Wesentlichen Erträge aus der Stornierung von in Vorjahren aufwandswirksam aufgelösten aktiven Rechnungsabgrenzungsposten, welche im Zusammenhang mit der Bilanzierung des Eigenkapitalanteils bei der Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen standen. Ansonsten sind wie im Vorjahr hauptsächlich Erträge aus der Weiterbelastung von Kosten innerhalb des Konzerns sowie aus der Auflösung von Rückstellungen enthalten.

Deutsche Wohnen AG Bilanz			
in T-EUR	2014	2015	Veränd. in v.H.
<i>Anlagevermögen</i>	2.600.060	3.123.261	20,1
Immaterielle Vermögensgegenstände	1.746	3.316	89,9
Entgeltlich erworbene Konzession	1.681	3.270	94,5
Geleistete Anzahlungen	65	46	-29,2
Sachanlagen	2.575	2.775	7,8
Finanzanlagen	2.595.739	3.117.170	20,1
<i>Umlaufvermögen</i>	2.478.273	3.810.589	53,8
Forderungen aus LuL	0	95	
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	2.020.400	3.225.021	59,6
Sonstige Vermögensgegenstände	110.050	83.007	-24,6
Liquide Mittel	284.725	500.976	76,0
RAP	63.098	1.490	-97,6
AKTIVA = Vermögen	5.078.333	6.933.850	36,5
	2014	2015	Veränd. in v.H.
Eigenkapital	3.309.221	4.166.495	25,9
Gezeichnetes Kapital	294.260	337.412	14,7
Kapitalrücklage	2.836.588	3.602.965	27,0
Gewinnrücklagen	1.022	1.022	0,0
Bilanzgewinn	177.351	225.096	26,9
Pensionsrückstellungen und ähnliche Verpflichtungen	613	745	21,5
Sonstige Rückstellungen	16.135	39.044	142,0
Anleihen	651.234	1.154.259	77,2
Verbindlichkeiten aus LuL	4.232	1.984	-53,1
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	1.095.769	1.569.571	43,2
Sonstige Verbindlichkeiten (überwiegend aus Steuern)	1.129	1.752	55,2
Fremdkapital	1.769.112	2.767.355	56,4
Passiva = Kapital	5.078.333	6.933.850	36,5
Eigenkapitalquote in v.H.	65,2	60,1	
Fremdkapitalquote in v.H.	34,8	39,9	
Eigenkapitalrendite in v.H. Vor und nach Steuern	5,4	3,1	
Jahresüberschuss	177.352	127.618	

Hierbei tritt an die Stelle Gewinnvortrag und Jahresüberschuss die Position Bilanzgewinn. Vom Bilanzgewinn wurden 2014 129,8 Mio. EUR und 2015 182,2 Mio. EUR an die Aktionäre ausgeschüttet. Der jeweilige Rest wurde als Gewinn vorgetragen. Das waren 2014 47,5 Mio. EUR und 2015 42,8 Mio. EUR. Das heißt, ohne den Gewinnvortrag und die Entnahme aus den Kapitalrücklagen hätten 2015 die 182,2 Mio. EUR nicht an die Aktionäre ausgeschüttet werden können. Das Jahresergebnis nach Steuern fiel mit 127,6 Mio. EUR zu gering aus.

Die hohe Eigenkapitalquote hat sich von 65,2 % (2014) auf 60,1 % (2015), um 5,1 Prozentpunkte verschlechtert.

Auch die Eigenkapitalrendite ging von 5,4 % auf 3,1 % zurück. Die Eigenkapitalrendite ist hier im Verhältnis zum Konzernergebnis so niedrig, weil im Einzelabschluss keine Bewertungsgewinne aus der Höherbewertung der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien einfließen.