

**München**  
Amiraplatz 3  
D-80333 München  
Tel.: 089 - 29 07 31 - 0  
Fax: 089 - 29 07 31 - 11

**London**  
9 Duncan Terrace  
GB-London N1 8BZ  
Tel.: +44 - 171 - 7 13 04 55  
Fax: +44 - 171 - 8 33 58 34

**Grundsätzliche Fragen und  
Strategieüberlegungen  
zur Privatisierung von  
Wohnungsgesellschaften und -beständen**

**Aufsatz von C. Frhr. v. Weichs  
zur Veröffentlichung im Jahrbuch CIMMIT-2000  
Gabler Verlag, Wiesbaden**

**München, im Juli 1999**

## 1. Ausgangslage

In Zeiten der Deregulierung aller Orten könnte man als Hauptmotiv zur Privatisierung von Wohnungsgesellschaften und -beständen der öffentlichen Hand ordnungspolitische Gründe als wesentlichen Hintergrund vermuten. Diese Vermutung trifft bei weitem nicht zu; im Gegenteil: Die alles überschattenden Haushaltssanierungszwänge der öffentlichen Hand sind der Hauptbestimmungsfaktor in dieser Diskussion. Dabei muß man allerdings feststellen, daß gerade die öffentliche Hand in den letzten Jahren wenig bis gar nichts dazu beigetragen hat, daß die Wohnimmobilie eine tatsächlich fungible Anlagekategorie geworden ist. Vielmehr hat sie durch fehlgeleitete Direktsubventionen oder steuerliche Abschreibungsmöglichkeiten an falscher Stelle Anreize gegeben und gleichzeitig durch die Erhöhung der Grunderwerbssteuer von 2% auf 3,5%, die Ausdehnung der Spekulationsfrist von 2 auf 10 Jahre und nicht zuletzt durch Beibehalt eines investitionshemmenden und nur scheinbar sozialen Mietrechtes schlechte Voraussetzungen für eine zügige Privatisierung geschaffen.

In einer Studie aus dem Sommer 1998 errechnet das Institut der Deutschen Wirtschaft (IW) einen öffentlichen Wohnungsbestand von 3,437 Mio mit einem Verkehrswert von 237,1 Mrd DM (vgl. hierzu auch Abbildung 1)

**Abb. 1: Verkehrswert des öffentlichen Wohnungsbestandes nach dem Ertragswert**

	<b>Wohnungen in 1.000</b>	<b>Verkehrswert in Mrd DM</b>
<b>Kommunen Ostdeutschland</b>	1.450	86,4
<b>Kommunen Westdeutschland</b>	1.214	89,1
<b>Bundesländer</b>	340	28,9
<b>Bund</b>	380	30,6
<b>TLG</b>	53	2,1
<b>Summe</b>	<b>3.437</b>	<b>237,1</b>

Quelle: IW, 1998

Der Verkehrswert von 237,1 Mrd DM entspricht ungefähr 10% der öffentlichen Verschuldung von gegenwärtig ca. 2,3 Bio DM. Bei einer Privatisierung bestünde gemäß IW die Möglichkeit, die öffentliche Zinslast von derzeit rund 150 Mrd DM p.a. um rund 12 Mrd DM p.a. zu entlasten. Ein wunderbarer Effekt, wenn es nur so ginge.

Diesem theoretischen Rechenmodell steht die Praxis diametral entgegen. Bei einem jährlichen Umsatz von gut 300 Mrd DM mit Wohnimmobilien in Deutschland würde eine Privatisierung auf einen Schlag, wie in dem oben zitierten Modell unterstellt, allein einen Marktanteil von rund 80% betragen, d.h. der gesamte Markt würde zum Stillstand kommen und die angedachten Privatisierungserlöse würden infolge Preisverfall um Größenordnungen verfehlt. In Konsequenz leitet sich also ab, daß eine vollständige Privatisierung nur über einen längerfristigen Zeitraum von 10-20 Jahren stattfinden könnte, wodurch dann andererseits wieder die Privatisierungserlöse, diskontiert auf den heutigen Tag, auf einen relativ gesehen unerheblichen Betrag zusammenschmelzen.

Voraussetzung für eine Finanzierung ist also ein in sich abgestimmtes und schlüssiges Gesamtkonzept,

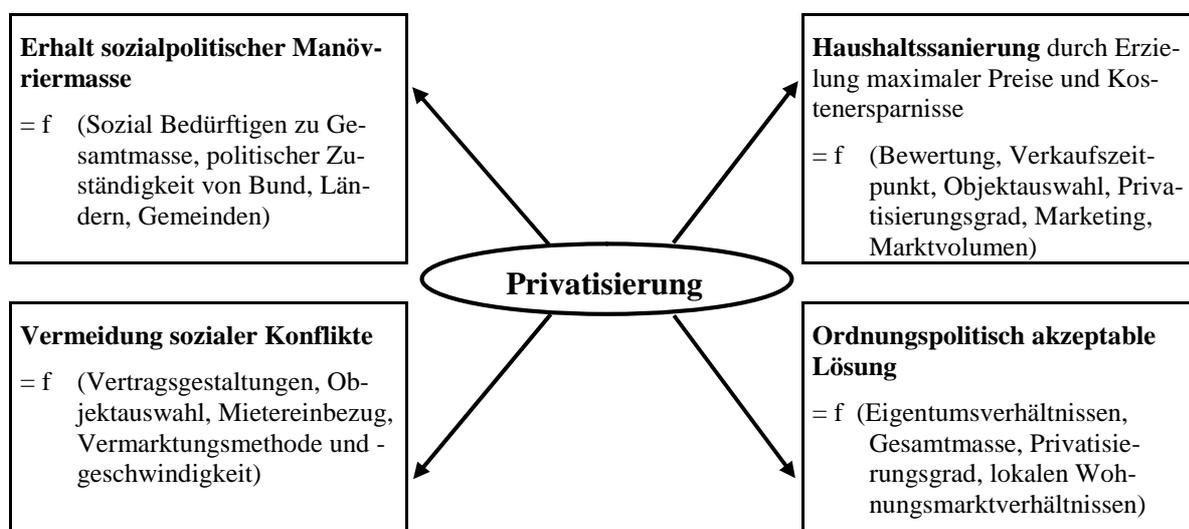
- das sozialen Wohnungsbau oder an soziale Kriterien gebundene Belegungsrechte für die wirklich sozial Bedürftigen bereithält
- das Wohngeld- und Sozialhilfeempfängern durch Umschichtungen zu Lasten von Fehlnutzern die wirklich benötigten Wohnungen zur Verfügung stellt
- das eine den jeweiligen Haushaltsgrößen gerechte laufende Umschichtung und Zuordnung von Wohnungen für sozial bedürftige Schichten ermöglicht
- das eine Abstimmung von Wohnungsbauförderung mit Strukturförderung und Sozialpolitik Hand in Hand ermöglicht
- das in verstärktem Maße die Erzielung von Marktmieten beabsichtigt
- das die Anlageart Wohnimmobilie weitgehend fungibel macht und damit auch die wachstumshemmende, bisher eingeschränkte Mobilität der Bevölkerung erhöht.

Ergänzt werden sollte eine solchermaßen sozial-marktwirtschaftliche Lösung durch konsequente Novellierung der Baugesetzgebung, damit endlich Neubau- und Umbaumaßnahmen im Vergleich zum europäischen Wettbewerb auch kostengünstig durchgeführt werden können.

## 2. Lösung von Zielkonflikten ist Voraussetzung

Die bisher dargelegte Konzeptionslosigkeit und Unabgestimmtheit der Politik findet ihren hauptsächlichsten Hintergrund darin, daß gerade die Probleme der Nachkriegszeit, die aber auch mittlerweile seit Anfang der sechziger Jahre vorbei ist, die Köpfe und die Gesetzgebung bis heute geprägt haben. Vor diesem Hintergrund ergeben sich im wesentlichen vier bedeutende Zielkonflikte im Rahmen der Wohnungsprivatisierung, wie sie in Abbildung 2 schematisch dargestellt sind.

**Abb. 2: Aufgabe und Herausforderung an die Politik ist es, die vorhersehbaren Zielkonflikte ausgewogen und sozialverträglich zu lösen**



Quelle: eigene Darstellung W&P



Bei oberflächlicher Betrachtung erscheinen diese Zielkonflikte als *circulus vitiosus* und quasi unlösbar. Ihre undifferenzierte Behandlung verschärft grundlos die öffentliche Diskussion, weil die relative Bedeutung der einzelnen Zielkonfliktpotentiale für Bund, Länder und Kommunen völlig unterschiedlich ist, unabhängig von jeweils regionalen Betrachtungen. Diese sehr unterschiedliche Positionierung verdeutlicht Abbildung 3:

Abb. 3

Zielkonflikt- potentiale Eigentümer	Erhalt sozialpolitischer Manövriermasse	Haushaltssanierung durch maximale Preise und Kostenreduzierung	Ordnungspolitisch akzeptable Lösungen	Vermeidung sozialer Konflikte
<b>Bund</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vor-Ort-Problem</li> <li>• Sache der Länder und Kommunen</li> <li>➔ rel. geringe Bedeutung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hohes Interesse</li> <li>• Leicht umsetzbar, weil losgelöst von Vor-Ort-Fragen (vgl. Deutschbau, Bahn / Post)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bund als Unternehmer nicht mehr gefragt</li> <li>➔ Gesamtprivatisierung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wichtig nur in Wahlzeiten (vgl. Unterprieverkauf Bahnwohnungen: statt für hohen Preis an Nomura kleiner Preis an viele regionale Käufer)</li> </ul>
<b>Länder</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hohe Bedeutung, weil in Länderkompetenz</li> <li>• Trade-Off-Masse zwischen Struktur- und Sozialpolitik</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hohes Interesse, aber im regionalen Interessenskonflikt</li> <li>• Marktvolumen häufig zu klein, um zählbarer Ersatz für Cash-flow zu sein (z.B. Berlin)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Unternehmerisches Interesse gering</li> <li>• Wille nach politischer Einflußnahme groß</li> <li>➔ Teilprivatisierung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Immer wichtig, weil im Tagesgeschäft betroffen.</li> <li>• Vor allem Klein- und Stadt-Staaten (HB, HH, B, Saarland)</li> </ul>
<b>Gemeinden</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sehr hohe Bedeutung, weil wesentlicher Teil der Lokal- und lokalen Strukturpolitik</li> <li>• Trade-Off-Masse zwischen Struktur-, Sozial- und Partei-Klientel-Politik</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Absolute Zahlen in der Regel zu klein</li> <li>• Aber Kostenreduzierung gefragt, vgl. Managementansatz VEBA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Politische Einflußnahme dominiert Haushaltssanierung</li> <li>• Ordnungspolitik ist Fremdwort</li> <li>➔ behalten</li> <li>➔ Verwaltung outsourcen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Höchste Betroffenheit, weil täglich aktuell und persönlich bekannt</li> </ul>

Quelle: eigene Darstellung W&P

Dabei kann man im wesentlichen feststellen, daß mit zunehmender lokaler Nähe des Problems und zunehmender Verquickung von lokaler Politik mit lokalen Betroffenheiten sowie häufig anzutreffenden personellen Überschneidungen von Kommunalpolitikern, Managern in öffentlichen Wohnungsbaugesellschaften und Finanzierung öffentlicher Wohnungsbaugesellschaften durch öffentliche Banken persönliche Interessen mit sachlichen Notwendigkeiten in Konflikt stehen. Andererseits drückt gerade die Kommunen am häufigsten der finanzielle Schmerz.

### 3. Marktwirtschaftliche Hindernisse sind zu überwinden

Wie bereits eingangs erwähnt, ist das vom IW geschätzte, gesamte Privatisierungspotential so groß, daß es nur über eine Generation realisiert werden könnte. Diese für die gesamte Bundesrepublik geltende Betrachtung sieht allerdings völlig anders aus, wenn man die Teilmärkte im einzelnen betrachtet. Dies geschieht beispielhaft in Abbildung 4 mit den Städten Berlin, Hamburg, Leipzig und München.

Abb. 4: Beispiele für unterschiedliche Märkte

Kommune	Privatisierungspotential <sup>1)</sup> (ca.) Anzahl Wohnungen in öffentl. Besitz	% von Wohnun- gen (ca.)	Markteinschätzung	Politische Einschätzung Privatisierung
Berlin	600.000	33	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kaufkraft mittel, hohe Arbeitslosigkeit</li> <li>• Mieten sinken wegen Abwanderung</li> <li>• Relativ großer Markt mit geringer Eigentumsquote</li> <li>• 2% Verkäufe p.a. würden Preisniveau wesentl. beeinträchtigen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Politisch gewollt</li> <li>• In großem Umfang erreichen Preise nicht Preisvorstellungen, z.B. DEGEWO</li> </ul>
Hamburg	250.000	25	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kaufkraft gut, mittlere Arbeitslosigkeit</li> <li>• Mieten steigen</li> <li>• Interessanter Markt mit geringer Eigentumsquote</li> <li>• 2% p.a. Verkäufe würden Preisniveau beeinträchtigen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Politisch nicht gewollt</li> <li>• Finanzieller Leidensdruck nicht groß genug</li> </ul>
Leipzig	100.000	50	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Weiterhin sinkende Bevölkerung, Abwanderung ins Umland</li> <li>• Kaufkraft relativ gering mit hoher Arbeitslosenquote</li> <li>• Relativ hoher Marktanteil wird langfristig auf Preise drücken</li> <li>• 1% p.a. Verkäufe würden Markt lahmlegen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sozial- und strukturpolitisch zur Zeit eher unangebracht</li> </ul>
München	60.000	8	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kaufkraft hoch, geringe Arbeitslosigkeit</li> <li>• Mieten steigen</li> <li>• Interessanter Markt mit geringer Eigentumsquote</li> <li>• Starke Verkäufe würden Preisniveau beeinträchtigen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Relativ geringer kommunaler Besitz zwingt zu Erhalt von Manövriermasse</li> <li>• ➔ Privatisierung kleines Thema</li> </ul>
Deutschland	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 3,4 <sup>2)</sup> - 3,9 Mio <sup>3)</sup></li> <li>• Wert ca. 240 Mrd DM <sup>2)</sup></li> </ul>	8-10	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tatsächlicher Markt ca. 50 Mrd <sup>4)</sup> vorhanden</li> <li>• Interessant für überregional operierende Gesellschaften</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geringste Hindernisse bei überregionaler Portfolio-streuung</li> </ul>

Quelle: W&amp;P 1) Schätzungen W&amp;P 2) IW, Köln, 11. August 1998, Verkehrswerte

3) BM-Bau, 10. Juli 1998

4) entspricht fast der Summe V-Werte Bund und Länder, vgl. Abb. 1

Ergebnis einer solchen Detailbetrachtung ist, daß sich das Thema der Privatisierung für Bund, Länder und Kommunen völlig unterschiedlich darstellt, auch in der marktwirtschaftlichen Betrachtung. Zum einen sind Wirtschaftskraft, Kaufkraft und Arbeitslosigkeit sehr unterschiedlich verteilt. Diese Verteilung korreliert keineswegs mit der Verteilung der öffentlichen Wohnungen, so daß beispielsweise in Städten wie Leipzig und Berlin prozentual gesehen geringfügige Privatisierungen den gesamten Markt lahmlegen würden. Bereits heute ist der Wohnungsmarkt in einem Teil dieser Städte und Regionen nur begrenzt intakt. Teilweise ist die Wirtschaftskraft so gering, daß Verkäufe nur unter Buchwert stattfinden können. Vor diesem Problem stehen vor allen Dingen die ostdeutschen Wohnungsbaugenossenschaften, die einem gesetzlichen Privatisierungszwang seit der Wiedervereinigung unterliegen und mit der Realisierung hoffnungslos überfordert sind. Rechnet man die in Abbildung 4 gezeigten Beispiele auf die gesamte Republik hoch, so wird man feststellen, daß vom gesamten theoretischen Privatisierungspotential des IWs von 237 Mrd DM maximal 50 Mrd DM mittelfristig tatsächlich privatisierbar sind. Politischer Wille, Interessens- und Zielkonflikte einerseits sowie die Marktrealitäten andererseits verhindern ein Mehr.

#### **4. Die Suche nach dem Königsweg der Privatisierung**

Es ist gewissermaßen eine deutsche Krankheit, die einzig richtige Privatisierungsstrategie quasi als Königsweg zu suchen und zu vollziehen. Viel besser ist es, auf Basis einer klassischen Analyse politischer und ökonomischer Präferenzen hinsichtlich Zielen, Tatbeständen und Märkten die tatsächlich jeweils „richtige“ Privatisierungsstrategie abzuleiten. Dabei bestimmt man als erstes einen Restriktionsrahmen durch Analyse des sozialen Umfeldes, der wirtschaftlichen Kraft und Leistungsfähigkeit, der vorhandenen Wohnungsbaustruktur und -planungen sowie der existierenden Strukturpolitik. Danach ist es notwendig, eine minimal / maximal politisch notwendige Manövriermasse an für soziale Zwecke nötigen Wohnungen zu bestimmen. In diesem Zusammenhang ist auch unter marktwirtschaftlichen Aspekten zu entscheiden, ob es preiswerter ist, diese Wohnungen über Belegungsverträge für soziale Zwecke zu binden oder über öffentliches Eigentum. Diese Entscheidung hängt unter anderem auch von der Analyse des vorhandenen, in öffentlichem Eigentum befindlichen Wohnungsportfolios ab, in der man festlegt, was denn tatsächlich unter marktwirtschaftlichen Aspekten privatisierungsgerecht bzw. manövriermassengerecht ist. Erst danach läßt sich entscheiden, wie das Mix aus öffentlichen Belegungsrechten, Privatisierung und Teilprivatisierung jeweils aussieht. Wenn dieses Mix bekannt ist, geht es darum, das für die Privatisierung geeignete Vermögen nach Privatisierungsoptionen zu bewerten, im einzelnen:

- Asset Deals (direkter Verkauf entweder als Gesamthand oder in Form von Wohnungsaufteilung). Hier wiederum entweder als Mieterverkauf oder als Verkauf an Selbstnutzer oder an Kapitalanleger.
- Share Deals, d.h. Anteilsverkauf von Wohnungsbaugesellschaften entweder über Genossenschaftsanteile oder über Anteile an Kapitalgesellschaften, insbesondere als Aktiengesellschaft.
- Mischformen: Hierunter könnte man verstehen, daß sich bestimmte Wohnanlagen einer Wohnungsbaugesellschaft, z.B. Reihenhäuseranlagen, zum Direkt- oder Mieterverkauf eignen, daß sich unbebaute Grundstücke zum Verkauf an Bauträger oder Developer eignen und daß es sich lohnt, den Rest der Gesellschaft ganz oder teilweise in Form eines Anteilsverkaufs zu privatisieren.

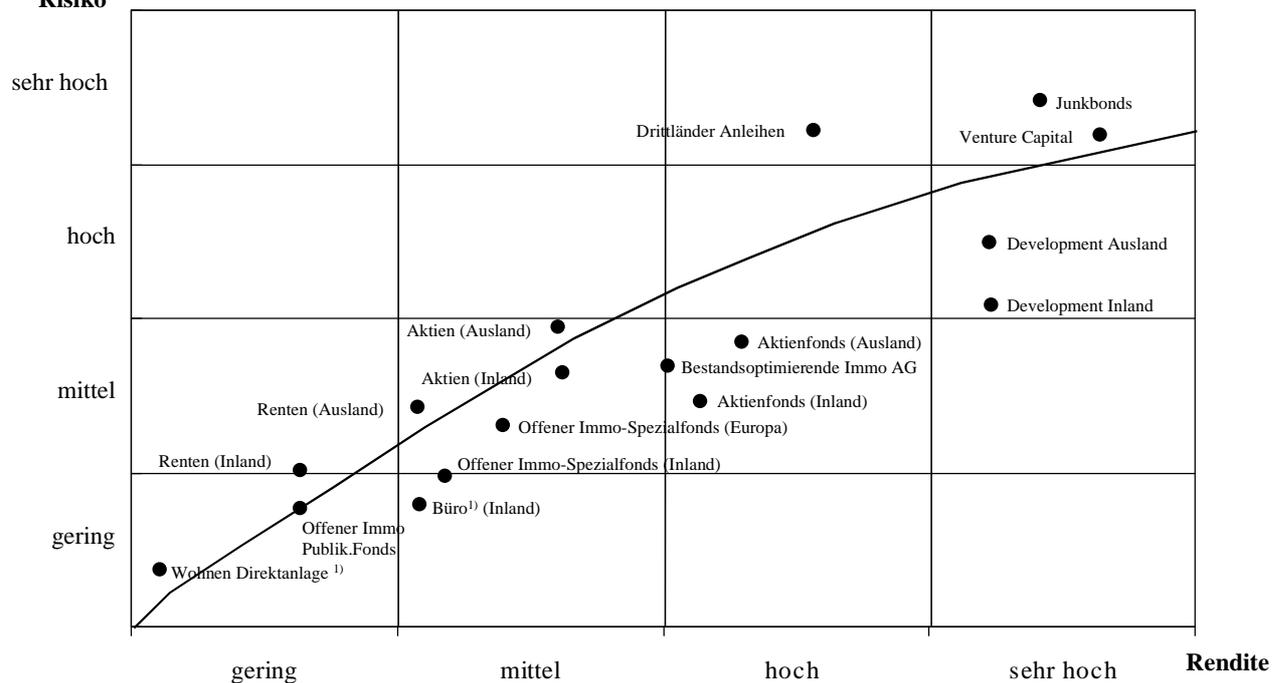
In allen Fällen sind umfangreiche steuerliche, immobilien- und betriebswirtschaftliche Einzeluntersuchungen notwendig. Z.Zt. beobachten wir allerdings hauptsächlich, daß aus der Not der öffentlichen Hand, Cash-flow zu generieren, teilweise ein konzeptionsloser Abverkauf stattfindet, der häufig einen schwierig zu vermarktenden Torso zurückläßt.

Gerade bei sogenannten Share Deals kommt es zusätzlich darauf an, gewisse Größenordnungen zu überschreiten und Marktverteilungen zu erzielen. Dies kann man beispielsweise durch Fusionen mittlerer und kleinerer, bundesweit verteilter Wohnungsbaugesellschaften erreichen.

### 5. Going Public - eine Sonderform der Privatisierung

Die Privatisierungsform „Going Public“ ist nur dann opportun, wenn das Unternehmen und sein Management in einen kapitalmarktfähigen Zustand gebracht werden können und wenn ein dauerhafter Shareholder-Value absehbar ist. Was heißt das? Welche Kriterien sollten dabei erfüllt sein? Zunächst einmal sollte der Privatisierungserlös nach Abzug aller Veräußerungskosten höher als bei alternativer Vermarktung sein. Dazu ist Preis- und Entscheidungstransparenz über Alternativkalkulationen eine Voraussetzung. Des weiteren ist es unbedingt notwendig, daß eine interessante Unternehmensstrategie vorliegt mit einer aktiven Nutzung von Zukunftspotentialen, die eine wettbewerbsfähige Performance unter Risikoaspekten erwarten läßt. Hintergrund ist der, daß sich private wie institutionelle Anleger unter Risiko-Ertrags-Aspekten ihr eigenes Anlageportfolio zusammenstellen / zusammenstellen lassen.

**Abb. 5**  
Risiko



Quelle: Einschätzung und Darstellung W & P 1) Bestandsverwalter

© Copyright by Frhr. v. Weichs & Partner GmbH

In diesem Zusammenhang steht dann die Immobilienaktie in direktem Wettbewerb mit anderen Immobilienaktien und mit anderen Aktien und Kapitalanlageformen. Insbesondere für den Erstplatzierungserfolg ist es von besonderer Bedeutung, daß die sogenannte Equity Story vom Kapitalmarkt als interessant und zukunftssträftig aufgegriffen wird. Damit ist gemeint, daß

© Copyright by Frhr. v. Weichs & Partner GmbH

dem Kapitalanleger aufgezeigt werden muß, wozu, mit welchem Risiko und zur Erzielung welcher Rendite das emittierte Eigenkapital langfristig verwendet werden soll. Eine solche Equity Story kann nur schlüssig aus der aktiven Unternehmensstrategie abgeleitet werden.

Gerade von öffentlichen Eigentümern wird häufig die Qualität des vorhandenen Managements völlig überschätzt und die Bedeutung eines professionellen Managements für einen Börsengang unterschätzt. Ein Management, das jahre- oder jahrzehntelang aus der Gemeinnützigkeit kommend große Immobilienbestände ordentlich verwaltet hat, ist häufig nicht dazu geeignet, dieselben Immobilien kapitalmarktorientiert zu managen. Hier bedarf es regelmäßig signifikanter Paradigmenwechsel in der Managementphilosophie und oft genug auch des Austausches des Managements selbst.

Privatisierung bedeutet auch eindeutig, daß der Einfluß der öffentlichen Hand im Minimum weniger als 50% in der Gesellschaft betragen muß. Kleinere Privatisierungen sind Scheinprivatisierungen und finden am Markt - wenn überhaupt - nur mit deutlichem Preisabschlag Akzeptanz. Das bedeutet nicht, daß von vornherein mehr als 50% an der Börse plaziert werden müssen, sondern es bietet sich häufig an, daß Finanzinvestoren einen bedeutenden Anteil (bspw. 20%) übernehmen. Generell sollte jedoch der free float eine Größenordnung von 30% und der insgesamt privatisierte Anteil mindestens 51% betragen.

Wie die Mergers und Fusionen aus allerjüngster Zeit zeigen, spielen Größenordnung und regionale Struktur des gemanagten Portfolios für den Börsenerfolg eine ganz besondere Rolle. Selbstverständlich kann man mit sehr viel Gottvertrauen auch kleine Wohnungsgesellschaften privatisieren, wie ein Beispiel aus Baden-Württemberg zeigt, aber dies ist die Ausnahme. Wir empfehlen ein Mindestemissionsvolumen (Grundkapital) von größer als 200 Mio DM und ein Mindestimmobilienportfolio von größer als 1 Mrd DM. Ab diesen Größenordnungen wird beim Aktienhandel eine ausreichende Liquidität und damit ein stabiler Kurs erzielt und die Emission wird dadurch interessant für große Kapitalsammelstellen, sie erscheint sozusagen weltweit auf dem „Radarschirm“ der Großanleger. Andererseits erlaubt ein großes Immobilienportfolio regionale Streuungen und bewirkt großen Cash-flow und erleichtert damit auch den Zuerwerb kleinerer Wohnungsgesellschaften, wie das Beispiel des Verkaufs der Kieler Wohnungsgesellschaft an die WCM- / RSE-Gruppe zeigt.

Die gescheiterten Privatisierungen über ein Going Public, wie beispielsweise GAGFA, De-GeWo, Rhein-Main AG beweisen, daß die öffentlichen Eigentümer, trotz teilweiser Begleitung durch professionelle Berater, noch weit vom Börsenerfolg entfernt sind. Die Gründe dafür sind vielfach. Im wesentlichen sehen wir:

- Nach wie vor ungelöste Zielkonflikte bei der Vermarktung und auch eine damit zusammenhängende, nicht existierende Durchsetzungsfähigkeit der öffentlichen Hand, wie das Beispiel Bahnimmobilien zeigt.
- Ein nicht ausreichendes Commitment der öffentlichen Hand, Zusagen einzuhalten einerseits, und andererseits ein zu geringes Insistieren und ein zu geringes vertragliches Absichern durch die beteiligten Berater, die zur Vermarktung notwendigen Commitments einzuhalten. Im Klartext: Die Berater und Investmentbanken haben den Deal und ihren Mandanten nicht voll im Griff.
- Reduzierung der Privatisierungsstrategien auf das konkrete Unternehmen unter zu geringer Berücksichtigung marktgängiger Portfolio- und Asset-Strategien sowie unter zu geringem Einbezug von Ideen zur Schaffung optimaler Portfolio- und Größenordnungsstruk-

turen. Hintergrund: Zu wenig Strategie- und Immobilien-Know-how und zuviel kurzfristige, opportunistische Dealermentalität bei den Investmentbanken und Beratern.

- In vielen Fällen steht das Management der Privatisierung nur halbherzig gegenüber, weil sehr viel höhere Leistungsanforderungen, sehr viel mehr Arbeit, neue Methoden und natürlich auch der Druck neuer Eigentümer als Last statt als Herausforderung empfunden werden. Das hat zur Folge, daß bereits bei der Unternehmensbewertung die Potentiale mangels Offenlegung durch das Management nicht voll ausgereizt werden können. Deswegen gilt für uns als Grundsatz, niemals eine Privatisierung gegen das Management durchzuführen, sondern ggf. vorab das Management auszutauschen.

## **6. Neue Anforderungen an das Management**

Die Öffnung der Kapitalmärkte durch die Deregulierung und den Euro bewirken neue Wettbewerbsbedingungen. Wir sehen hierbei folgende Entwicklungen:

- Die börsennotierte Immobilien AG wird mittelfristig eine neue und allgemein akzeptierte Asset-Klasse bilden.
- Der Immobilien-Anlagemarkt wird nicht zuletzt auch durch die Finanzkraft der Immobilienaktiengesellschaften ein zunehmend internationaler.
- Die großen Marktteilnehmer werden freier beim An- und Verkauf ihrer Immobilieninvestitionen, dadurch entfallen teilweise lokale Präferenzen bei Grundstückseinkauf und -entwicklung.
- Die Macht des Kapitalmarktes wird die Politik zur Aufgabe liebgewordener Privilegien und Gewohnheiten zwingen, die zukünftig auch keine Verquickungen mit dem Management von (ehemals) öffentlichen Immobiliengesellschaften mehr zulassen wird.
- Das Management selbst wird sich bei einer börsennotierten Gesellschaft unter dem Zwang eines transparenten Reportings und des Drucks der Shareholder neue Unternehmensziele setzen müssen. Dies bedeutet insbesondere die Optimierung der Asset- und der Eigenkapitalallokation, die Behandlung des Mieters als Kunden statt als Bedürfnisempfänger, eine Dienstleistungs- statt einer Verwaltungsorientierung und den Aufbau einer marktwirtschaftlichen Unternehmenskultur statt einer gemeinwirtschaftlichen Versorgungskultur.

Gerade das Going Public wird das Management regelmäßig mit neuen Anforderungen an (neue) Kernkompetenzen konfrontieren. Einer neuen Generation von „Immobilien-Investment-Bankern“ bietet sich eine große Chance.