

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

# **Finanzinvestor mit angeschlossener Immobilienwirtschaft**

**Gutachterliche Stellungnahme zur Vonovia SE**

Gutachten im Auftrag der Fraktionen

DIE LINKE. im Bundestag

DIE LINKE. im Abgeordnetenhaus von Berlin

DIE LINKE. im Hessischen Landtag

**DIE LINKE.**  
I M B U N D E S T A G

**DIE LINKE.**  
I M A B G E O R D N E T E N H A U S  
V O N B E R L I N

**DIE LINKE.**  
F R A K T I O N I M H E S S I S C H E N L A N D T A G



**Gutachterliche Stellungnahme**

**zur**

**Vonovia SE**

*Finanzinvestor mit angeschlossener Immobilienwirtschaft*

**von**

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

**Dipl.-Ökonom, Dipl. Betriebswirt**

Witten, im August 2018

## **Auftrag und Gegenstand**

Auftraggeber der gutachterlichen Stellungnahme ist die Bundestagsfraktion DIE LINKE, die Fraktion DIE LINKE im Abgeordnetenhaus von Berlin und DIE LINKE im Hessischen Landtag.

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

Gegenstand der Beauftragung sind drei Teile.

Der *erste Teil* des Gutachtens beschäftigt sich mit den grundlegenden Fakten zum Konzern. Dabei wird insbesondere auf die Entwicklung der *Vonovia*, das Geschäftsmodell bzw. die Konzernstrategie, die grundsätzliche Einordnung in die Branche sowie Eigentümerstrukturen und weiteres eingegangen. (*Auftraggeber zu 1: Bundestagsfraktion DIE LINKE und Fraktion DIE LINKE im Abgeordnetenhaus von Berlin*).

Der *zweite Teil* des Gutachtens setzt sich mit einer Bilanzanalyse der *Vonovia* auseinander. Hierbei wird anhand von Kennzahlen und deren Entwicklung erörtert, wie sich das Geschäftsmodell der *Vonovia* bilanziell niederschlägt. Insbesondere wird der Frage nachgegangen, durch welche Einflüsse die *Vonovia* ihre steigenden Gewinne generieren kann. Ferner ist dabei von Bedeutung, ob die Gewinne der *Vonovia* dauerhaft gehalten werden können oder eher kurzfristig aufgrund der angespannten allgemeinen Marktsituation erzielt werden konnten. (*Auftraggeber zu 2: Bundestagsfraktion DIE LINKE und Fraktion DIE LINKE im Abgeordnetenhaus von Berlin sowie DIE LINKE Fraktion im Hessischen Landtag*).

Der *dritte Teil* des Gutachtens fasst (allgemeinverständlich) die einzelnen Befunde zusammen und bewertet diese politisch. Welche Schlussfolgerungen und Strategien können hier abgeleitet werden. (*Auftraggeber zu 3: Bundestagsfraktion DIE LINKE*).

### **Ex-post Analyse und fehlende veröffentlichte Unternehmensplanung**

Alle *empirischen Daten* für die Erstellung der gutachtlichen Stellungnahme entstammen öffentlich zugänglichen Quellen. In erster Linie wurden hier die Geschäftsberichte der *Vonovia* ausgewertet und beurteilt.

Die gutachtliche Stellungnahme über die *Vonovia* bezieht sich auf eine *ex-post-Analyse* der Geschäftsjahre 2012 - 2017. Eine *Planungsrechnung* konnte wegen nicht veröffentlichter Da-

ten nicht analysiert und beurteilt werden. Der von der *Vonovia* veröffentlichte und gesetzlich vorgeschriebene *Lagebericht*<sup>1</sup> ersetzt hier nicht annähernd eine vom Unternehmen realiter vorgenommene Planungsrechnung. Hier besteht ein dringender *gesetzlicher Änderungsbedarf*. Zumindest *börsennotierte Unternehmen*, wie *Vonovia*, müssten innerhalb des Lageberichtes eine umfassende betriebswirtschaftliche operative und mittel- sowie langfristige Planungsrechnung veröffentlichen.

*Vonovia* macht im *veröffentlichten Lagebericht* im Rahmen einer *operativen Planung* nur für das *Geschäftsjahr 2018* auf Basis selbstbestimmter Kennziffern rudimentäre prognostische Aussagen. Demnach ist beabsichtigt, schreibt *Vonovia*, die „*nachhaltige operative Ertragskraft*“ nochmals weiter zu verbessern. Hierzu werden auch die im Geschäftsjahr 2017 realisierten Modernisierungen beitragen. Für das *FFO I* (vgl. Kap. I/3.6) erwarten wir 2018 einen Anstieg auf 960 - 980 Millionen Euro. Dies entspricht einem *FFO I pro Aktie* – bei einer unveränderten Anzahl der Aktien – von 1,98 - 2,02 Euro. In dieser Prognose berücksichtigen wir *keine weiteren größeren Akquisitionen von Immobilienbeständen*. Wir werden auch im Geschäftsjahr 2018 unsere Anstrengungen zur Verbesserung unseres Kundenservices weiter fortsetzen. Ausgehend von der im Geschäftsjahr 2017 erneut gestiegenen *Kundenzufriedenheit* erwarten wir für 2018 einen vergleichbaren *CSI (Customer Satisfaction Index)* wie 2017. Für 2018 erwarten wir eine weitere *Steigerung unseres Unternehmenswertes* und einen moderaten Anstieg des *NAV/Aktie* (vgl. Kap. I/3.6). 2018 werden wir unsere *Investitionen in unsere Immobilienbestände* auf hohem Niveau fortführen. Wir planen für das Geschäftsjahr 2018 ein *Modernisierungsprogramm* inkl. *Neubau* mit einem Volumen in Höhe von rund einer Milliarde Euro. Dabei werden die Schwerpunkte unverändert auf Maßnahmen zur Energieeinsparung, auf der Sanierung von Wohnungen zur Verbesserung des Wohnstandards und auf Maßnahmen für den seniorenfreundlichen Umbau von Wohnungen liegen. (...) Darüber hinaus erwarten wir laufende *Instandhaltungsmaßnahmen* inklusive substanzwahrender Investitionen mit einem Volumen von rund 360 Millionen Euro. In Summe bedeutet dies ein *Instandhaltungs- und Modernisierungsvolumen* von bis zu 1,4 Milliarden Euro im Geschäftsjahr 2018. Hinsichtlich der Mietenentwicklung erwarten wir eine organische *Steigerung der monatlichen Ist-Miete pro Quadratmeter im Jahr 2018 um 4,6 - 4,8 Prozent*. Zum Jahresende 2018 erwar-

---

<sup>1</sup> Der *Lagebericht* soll die Möglichkeit bieten, die wirtschaftliche Lage eines Unternehmens (Konzerns) - insbesondere durch die Aufnahme prospektiver Angaben – umfassender darzustellen, als es der Jahres- und Konzernabschluss mit Bilanz und GuV vermag. „Im Vordergrund der Lageberichterstattung steht damit die wirtschaftliche Gesamtbeurteilung des Unternehmens bzw. Konzerns im Hinblick auf drei zeitliche Dimensionen: die Vergangenheit (Berichtsjahr), die Gegenwart (aktuelle Situation) und die Zukunft (Entwicklungsperspektiven).“ Coenberg, A. G., Haller, A., Schultze, W., Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, 24. Aufl., Stuttgart 2016, S. 925.

ten wir eine *Leerstandsquote* von unter 2,5 Prozent. Insgesamt gehen wir davon aus, dass die *Mieteinnahmen* trotz der geplanten Verkäufe auf einem Niveau von 1.660 - 1.680 Millionen Euro stabil bleiben werden. Im Segment *Vertrieb* werden wir unsere Strategie des selektiven Verkaufs weiter fortsetzen. In der *Wohnungsprivatisierung* erwarten wir 2018 den Verkauf von ca. 2.300 Wohnungen bei einem Step-up<sup>2</sup> über dem Verkehrswert dieser Wohnungen von rund 30 Prozent. Darüber hinaus werden wir den opportunistischen Verkauf von Immobilien aus dem Portfoliocluster Verkauf mit leicht positiven Step-ups fortsetzen.“<sup>3</sup>

Dies alles sind völlig *unzureichende Planungsindikationen*, mal ganz abgesehen von dem nur auf das operative Geschäftsjahr 2018 gemachten Aussagen. Im Wesentlichen fehlt eine veröffentlichte *mittel- und langfristige Planungsrechnung* bezogen auf GuV, Bilanz und Kapitalflussrechnung sowie eine *aussagefähige Personalplanung* für die nächsten drei und fünf Geschäftsjahre.

Diesbezüglich ist aber nicht nur *Vonovia* zu kritisieren, die Kritik gilt grundsätzlich für alle börsennotierten Unternehmen in Deutschland und der EU. Die Versager sitzen in der regierenden *Politik*. Sie lassen diesen unheilvollen Zustand der Nicht-Veröffentlichung zu. Außerdem verwundert es, dass bis heute noch kein *Aktionär* einer börsennotierten Aktiengesellschaft die Veröffentlichung einer betriebswirtschaftlich hinlänglich definierten Unternehmensplanung verlangt hat.

---

<sup>2</sup> Der *Verkehrswert-Step-up* ist der Unterschiedsbetrag zwischen dem Erlös aus der Veräußerung einer Wohneinheit und ihrem Verkehrswert bezogen auf ihren Verkehrswert. Er zeigt den prozentualen Wertzuwachs für das Unternehmen bei der Veräußerung einer Wohneinheit vor weiteren Verkaufskosten.

<sup>3</sup> Vonovia Geschäftsbericht 2017, S. 110f.

# I Grundlegende Fakten zum Vonovia Konzern

## 1. Allgemeines zum Wohnen und Wohnungsmarkt

In Deutschland leben rund 82,5 Millionen Menschen in gut 41,7 Millionen Wohnungen. Dabei beträgt der Anteil der von Eigentümern selbst bewohnten Wohnungen rund 43 Prozent, womit 57 Prozent Mieter<sup>4</sup> sind. Dabei werden die vermieteten Wohnungen zu einem überwiegenden Teil durch private (nicht-professionelle) Kleinvermieter bereitgestellt. Daneben gibt es professionelle Unternehmen: genossenschaftliche, öffentliche und kirchliche Vermieter sowie privatwirtschaftliche bis zu börsennotierte Anbieter von Wohnraum.

Wohnen ist in einer marktwirtschaftlich-kapitalistischen Ordnung eine *Ware*,<sup>5</sup> die am Immobilien- und Wohnungsmarkt gehandelt wird. Dies sorgt immer wieder für Stress und Ärger, nicht nur mit den Preisen (Mieten) für Wohnraum. „Für jene, die schon wohnen, geht es wohnungspolitisch ganz allgemein darum, ihre Wohnung zu behalten oder *Mietpreissteigerungen* im Bestand zu verhindern – und wenn das Nachbargrundstück bebaut werden soll auch mal darum, *Neubau zu verhindern*, um eigene Wohnqualität zu erhalten. Demgegenüber stellt sich Wohnungssuchenden die Frage, wie vorhandener Wohnraum verteilt bzw. neu geschaffen werden kann, und das zu Preisen, die ein auskömmliches Leben auch nach Abzug der Wohnkosten ermöglichen. Und (...) für *Boden- oder Immobilieneigentümer* geht es schlicht darum, diese zumindest wirtschaftlich, meist jedoch möglichst *gewinnbringend* nutzen zu können.“<sup>6</sup> Hieraus entstehen insgesamt permanente ökonomische und gesellschaftliche Widersprüche, um eine maximale Befriedigung von Einzelinteressen. Dies führt zu Streitigkeiten, die nicht selten vor Gericht landen. Es mußte ein eigenes *Miet- und Nachbarschaftsrecht* geschaffen werden. Denn wenn es ums Wohnen und die daraus resultierenden nachbarschaftlichen Verhältnisse geht, setzt häufig der Verstand aus – völlig schichtenunabhängig. Da wird dann auch schon mal ein Nachbar wegen Rasenmähens erschossen.<sup>7</sup>

Trotz alledem: Wohnen ist ein *gesellschaftliches Basisgut* und laut *Europäischer Sozialcharta* ein Menschenrecht, weil jeder Mensch schlicht auf eine Wohnung angewiesen ist. Und das

---

<sup>4</sup> Zur besseren Lesbarkeit werden im Folgenden personenbezogene Bezeichnungen, die sich zugleich auf Frauen und Männer beziehen, generell nur in der im Deutschen üblichen männlichen Form angeführt. Dies soll jedoch keinesfalls eine Geschlechterdiskriminierung oder eine Verletzung des Gleichheitsgrundsatzes zum Ausdruck bringen.

<sup>5</sup> Vgl. Holm, A., *Mieten Wahnsinn. Warum Wohnen immer teurer wird und wer davon profitiert*, München 2014, S. 25ff.

<sup>6</sup> Praum, C., Schöning, B., *Von der Unmöglichkeit kooperativer Wohnungspolitik*, in: spw, Heft 226, Ausgabe 3/2018, S. 42.

<sup>7</sup> Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ), *Wenn der Garten zum Schlachtfeld wird*, vom 20.04.2018.

*Bundesverfassungsgericht* hat das Mietrecht unter den verfassungsrechtlichen Schutz des Eigentums gemäß Art. 14 GG gestellt. Denn: „Obdachlos bzw. wohnungslos zu sein ist eines der schlimmsten Widerfahrnisse menschlichen Seins. Die Sicherung der Wohnung gehört seit alters her zu den wesentlichen Herausforderungen der Daseinssorge. Den Wohnort und seine Umgebung zu hegen und zu schützen bedurfte schon immer der Mithilfe, der Solidarität und des Zusammenhaltes von Gemeinschaften. Wohnen steht von daher in der modernen Geschichte unter dem besonderen Schutze des Staates.“<sup>8</sup> Für Heribert Prantl geht es dabei ganz konkret um die *Umsetzung* des Artikels 14 Absatz 2 GG: „Eigentum verpflichtet“. (...) Ich bin daher der Meinung, dass Grundstücke von der öffentlichen Hand an privat gar nicht veräußert werden dürfen. Grund und Boden darf, aus Verantwortung für die nachfolgenden Generationen, an privat nur per Erbbaurecht vergeben werden.“<sup>9</sup>

Nur ein „Dach über dem Kopf“ reicht aber dem Menschen zum Wohnen nicht. „Der Maler Heinrich Zille hat zu Beginn des vorigen Jahrhunderts den Satz geprägt: ‚Man kann einen Menschen mit einer Axt erschlagen, man kann ihn aber auch mit einer Wohnung erschlagen‘. Gemünzt war dies auf die menschenunwürdigen Wohn- und Lebensbedingungen in Berliner Mietskasernen.“<sup>10</sup> Zille macht uns darauf aufmerksam, dass das Wohnen für Menschen eine *existenzielle Angelegenheit* ist. (...) Das Zuhause ist ein zentraler Ort, um den herum ein Mensch seine Aktivität organisiert, ein Ort, mit dem er ‚verwurzelt‘ und an den er emotional gebunden ist, ein ‚Ankerpunkt‘, von dem aus er die Umwelt freier erkunden kann, weil er weiß, dass er jederzeit zurückkehren kann.“<sup>11</sup> Mehr Lebensqualität durch Wohnen verlangt dabei regelmäßig nach einer *Baukultur*, d.h. die Art und Weise wie wir bauen und das Gebaute pflegen, spielt eine große Rolle und bestimmt ebenso unseren Lebensalltag.<sup>12</sup> Und nicht zuletzt gilt die Wohnung – das Zuhause – als *Statussymbol*. „Aus der Art und Weise des Wohnens werden Reichtum und Erfolg, aber ebenso Gestaltungsfähigkeit und Kreativität abgeleitet.“<sup>13</sup> Wohnen ist damit immer auch ein Spiegelbild *gesellschaftlicher Verteilungsverhältnisse*. Wer die finanziellen Ressourcen hat, kann sich einen entsprechenden und gewünschten Wohnraum aneignen. „Die Fähigkeit, den Raum zu beherrschen, schreibt *Pierre*

---

<sup>8</sup> Rausch, G., Wohnen ein Menschenrecht!? Mensch kann nicht Nichtwohnen, in: Amos, 46. Jg., Heft 2/2013, S. 5.

<sup>9</sup> Prantls Blick: Wie wohnen wieder bezahlbar wird. 29. April 2018, <http://www.sueddeutsche.de/politik/prants-blick-wie-wohnen-wieder-bezahlbar-wird>

<sup>10</sup> Lindmeier, C., Ein Weg zur Selbstbestimmung – ‚Supported living‘, Internetabruf 05.08.2017.

<sup>11</sup> Ebenda.

<sup>12</sup> Vgl. Groß, M., Hellweg, U., Baukultur – Schlüssel zu mehr Lebensqualität in Stadt und Land, in: Friedrich-Ebert-Stiftung, WISO-Direkt Nr. 13/2017, Bormann, R., Groß, M., Holzapfel, H., Lühmann, K., Schwedes, O., Umbau der Stadt Nutzen und stadtgerechte Mobilität stärken, in: Friedrich-Ebert-Stiftung, WISO-Direkt Nr. 15/2017.

<sup>13</sup> Rausch, G., Wohnen ein Menschenrecht!?, a.a.O., S. 5.

*Bourdieu*, hauptsächlich basierend auf der (materiellen oder symbolischen) Aneignung der seltenen (öffentlichen oder privaten) Güter, die sich in ihm verteilt finden, hängt vom *Kapitalbesitz* ab. Das Kapital erlaubt es, unerwünschte Personen oder Sachen auf Distanz zu halten und zugleich sich den (gerade hinsichtlich ihrer Verfügung über Kapital) erwünschten Personen und Sachen zu nähern.“<sup>14</sup>

In Städten gibt es dabei sogenannte „gute Wohngegenden“ und „nicht so gute“. Die Reichen und Gutsituierten wohnen in ihren Vierteln und die anderen, und mehr arme Menschen, haben ihre eigenen Wohnviertel. Die Unterschiede des *differenzierten Wohnens* werden hier jedem Betrachter sofort an den Häusern selbst, ihrer räumlichen Anordnung sowie der jeweiligen Bausubstanz überdeutlich. Und wer wissen will, wie die Reichen ihre Wohnimmobilien von innen ausstatten, der möge sich die Zeitschriften „Häuser“ oder „Schöner Wohnen“ anschauen. „Wohnst du noch oder lebst du schon?“, fragt provokant ein bekanntes Möbelhaus. Die meisten Menschen müssen diese Frage mehr als zynisch empfinden, haben sie doch schlicht *keine finanziellen Möglichkeiten* auf ein besseres Wohnen. Sie müssen sich in ihren Lebens- und Wohnmöglichkeiten so gut es geht „einrichten“ und sehen ihre „häusliche Umgebung“ und alltäglichen Abläufe als „ge-wohnt“ an. Die alte Redensart „Trautes Heim, Glück allein“ trifft dann hier wohl weniger zu. Zwar zeigte sich soziale Ungleichheit schon immer in der Lage und dem Zustand von Wohnungen und der sozialen Strukturen in den Stadtteilen. Die Möglichkeit und die Art und Weise, mit der sich Menschen Wohnraum aneignen können, hängt eben mit ihrer *sozialen Position* zusammen, hängt vom Einkommen und Kapitalbesitz ab. „Allerdings sind die *Verteilungskämpfe* um den städtischen Raum gewachsen und vertiefen soziale Spaltungen. In zunehmend polarisierten Städten machen soziale Entmischung und Verdrängung angestammter Mieter die Ungleichheiten sichtbarer.“<sup>15</sup> *Gentrifizierung* hat unter dem neoliberalen Umverteilungsdogma von unten nach oben in den letzten 25 Jahren stark zugenommen. Die schwachen, unteren und mittlerweile auch mittleren Einkommensschichten werden aus ihren Wohnquartieren verdrängt. „Und Verdrängung bedeutet Auszug, Umzug und räumliche Veränderung. Je nachdem, wie die spezifischen Gegebenheiten der Städte ausfallen, findet der Prozess schneller und härter oder langsamer statt. Gentrifizierung ist Pionierarbeit, sozusagen der Türöffner für eine viel gravierendere Entwicklung in den Städten. Wohnungsgesellschaften, Investmentfonds und private Vermieter sehen ihre Chance gekommen, den Wandel der Städte aus ihrer interessengeleiteten Perspektive zu nutzen und sowohl

---

<sup>14</sup> Bourdieu, P. u.a. (Hrsg.), *Das Elend der Welt* – gekürzte Studienausgabe, Konstanz 2005, S. 120.

<sup>15</sup> Burmeister, K., Stache, S., *Wessen Stadt, wessen Raum?* – Solidarische Wohnungspolitik, in spw, Heft 226, Ausgabe 3/2018, S. 19.

bei Neubauvorhaben als auch bei Sanierung im Bestand ihre eigenen Regeln aufzustellen. Die unvorbereiteten Kommunen haben zwar das Recht auf ihrer Seite und sind bemüht, ihren Anspruch an Stadtentwicklung geltend zu machen, doch schwindet das Vertrauen der Bevölkerung.<sup>16</sup>

Nach einer neuen Studie der gewerkschaftsnahen *Hans-Böckler-Stiftung* müssen Beschäftigte in Ballungsräumen inzwischen einen unverhältnismäßig hohen Teil ihres Einkommens für die Miete ausgeben. Rund 40 Prozent der privaten Haushalte in Großstädten bringen demnach mehr als 30 Prozent ihres Nettoeinkommens nur für ihre Kaltmiete auf. Das sind rund 5,6 Millionen Haushalte. Gut eine Million Haushalte sind sogar mit mehr als 50 Prozent ihres Nettoeinkommens dabei.<sup>17</sup>

Hier darf man aber ökonomisch nicht übersehen, dass die Mietbelastung immer eine *relative Größe* ist. Sie ergibt sich eben aus dem Verhältnis von Mietausgaben *und* Nettoeinkommen. So muss die *Ursache* der Mietbelastung nicht unbedingt aus steigenden Mieten herrühren. Sie kann genauso ihre Ursache in einem zu geringen oder nicht adäquat gewachsenen Einkommen haben. Auch ist bei der relativen Mietbelastung immer zwischen Kaltmiete und *Mietnebenkosten* (der „Zweiten Miete“) zu differenzieren. Bei den Mietnebenkosten müssen z.B. die Entwicklungen auf den *Energiemärkten* aber auch die Entwicklungen der *öffentlichen Abgaben* berücksichtigt werden. Und in der Kaltmiete spielen entscheidend die Entwicklungen in der *Bauwirtschaft* und an den *Finanzmärkten* eine wichtige Rolle. Hier profitieren Energiekonzerne, der Staat, die Bauwirtschaft und Vermögende, die Kredite über Banken, Versicherungen und Finanzfonds bereitstellen.

## **2. Der Immobilienmarkt ist ein besonderer Markt**

Insbesondere die Neoliberalen in Politik, Wirtschaft, Medien und Wissenschaft würden das Wohnen am liebsten den reinen *Marktgesetzen* überlassen. Dass der Wohnungsmarkt vor dem Hintergrund des zuvor Aufgeführten ein *besonderer Markt* ist, interessiert dabei die Neoliberalen nicht. Der Mietpreis steuert hier, marktmanent, das Angebot und auch die Nachfrager richten sich an der Mietpreishöhe aus. Wie auf jedem Markt gibt es aber ebenso auf dem Immobilienmarkt, der natürlich in der Realität *kein homogener Markt auf Basis einer vollkommenen Konkurrenz* ist, eine *Marktangebotsschwelle*, unter der der Mietpreis nicht fallen kann, ansonsten kommt es zu keinem privatwirtschaftlichen Wohnungsangebot oder einer Erweite-

---

<sup>16</sup> Gardemin, D., Umkämpfter Wohnraum in der Großstadt, in: spw, Heft 226, Ausgabe 3/2018, S. 33.

<sup>17</sup> Vgl. Lebuhn, Henrik, Holm, Andrej, Junkel, Stephan, Neitzel, Kelvin, Wohnverhältnisse in Deutschland – eine Analyse der sozialen Lage in 77 Großstädten, Düsseldorf 2017.

rung. Bei Erreichen der Angebotsschwelle werden in einer *kurzfristigen* Betrachtung durch den Mietzins gerade die Stückkosten der Anbieter gedeckt. Fällt die Miete unter die Stückkosten, entsteht ein *Verlust*. *Mittel- und langfristig* muss die Angebotsschwelle neben den Stückkosten auch eine *Gewinnverrechnung* enthalten. Das Angebotsverhalten wird somit davon abhängen, wie *gewinnbringend* die Bereitstellung von Wohnraum ist. Hier wundern sich häufig ökonomische Laien, dass, trotz niedriger Bauzinsen und einer Überschussnachfrage am Wohnungsmarkt, trotzdem das Angebot nicht erweitert wird. Der Grund liegt dann ganz einfach an einer nicht ausreichenden gewinnbringenden Mietpreis-Deckung.

Aber auch auf der *Nachfrageseite am Wohnungsmarkt* gibt es Restriktionen. Nicht jeder vom Vermieter gewünschte Mietpreis lässt sich hier durchsetzen. Auch am Wohnungsmarkt gibt es einen *Prohibitiv-Mietpreis* zu dem keine Wohnung mehr nachgefragt wird. Und ist der Markt *gesättigt*, will selbst zum Mietpreis von null keiner mehr eine Wohnung haben. Kommen Nachfrage und Angebot schließlich zum Ausgleich, bildet sich die Marktpreismiete und der Markt wird geräumt. Alle Mieter und Vermieter werden zu dieser Miete befriedigt. Weder die einen, noch die anderen haben einen Grund ihr Marktverhalten zu verändern. Bei der Marktpreismiete ( $p_m$ ) werden für die Vermieter auf der Angebotsseite die Stückkosten ( $k$ ) plus einen Gewinnaufschlag ( $g$ ) gedeckt. Und die Nachfrager können aufgrund ihres Einkommens ( $E$ ) und Vermögens ( $V$ ) mit ihrer Kaufkraft den Mietpreis aufbringen (bezahlen).

$$p_m = \text{Angebot} = f(k(1 + g)) = \text{Nachfrage} = f(E + V)$$

Alle *Mieter*, die bereit und vom Einkommen/Vermögen in der Lage wären auch eine höhere Miete als die Gleichgewichtspreismiete zu bezahlen, erzielen dabei eine *Konsumentenrente* und alle Wohnungsanbieter die auch unterhalb der Gleichgewichtsmiete ihren Wohnraum vermieten würden (können), eine *Produzentenrente* bzw. einen Differenzialgewinn.

Ist nun aber das Wohnraumangebot kleiner (größer) als die Nachfrage, dann entsteht ein Nachfrage(Angebots-)überhang, der die Mieten steigen (sinken) lässt, bis es zum neuen Ausgleich von Angebot und Nachfrage kommt. Dadurch verkleinert (vergrößert) sich am Markt die Konsumentenrente zum Vorteil (Nachteil) der Produzentenrente. Zwar vergrößert (verkleinert) sich gleichzeitig die Marktversorgung wegen der gestiegenen (gesunkenen) Miete als positiver (negativer) *Angebotsanreiz*, die von den Nachfragern gewünschte *Wohnraummenge* wird aber dennoch in beiden Fällen nicht befriedigt. Eine *Marktlösung* gibt es also nicht. Zumal es bei einem Nachfrageüberhang auch nur – ohne Angebotsausweitung – zu *Mietpreissteigerungen* kommen kann, weil sich die Mieter in einer heftigen *Konkurrenzsituation* befinden.

den und sich deshalb bei der Miete gegenseitig überbieten. Dies stellt natürlich für die Mieter die absolut schlechteste Marktsituation dar. Hier bietet sich dann eine staatlich fixierte *Mietpreisbremse* an, die eine Bevorteilung der Anbieter durch steigende Mieten unterdrückt. Oder man unterstützt die einkommensschwachen Nachfrager mit *Wohngeld* (nachfrageorientierte Subjektförderung), wobei hier, genauso wie bei der Mietpreisbremse, keine einzige zusätzliche Wohnungseinheit entsteht. Beim Wohngeld fließen die staatlich aufgewendeten Mittel direkt den Immobilieneigentümern als Mietsubvention zu. Dies gilt auch für die angebotsorientierte Objektförderung, indem man Bauherren *Zuschüsse* wie verbilligte Darlehen, erhöhte Abschreibungen oder ein Baukindergeld zugesteht.

Eine wesentlich bessere Alternative, die nicht nur Symptome, sondern die Ursachen bekämpft, ist ein *öffentlich finanzierter Wohnungsbau im öffentlichen Eigentum*. „Diese Option folgt der sozialstaatlichen Maxime, wonach öffentliche Aufgaben in die öffentliche Hand gehören, die eingesetzten Mittel möglichst nachhaltig verwendet werden und eine Bereicherung privater Akteure ausgeschlossen wird.“<sup>18</sup> Überlässt man dagegen die Wohnungsangebotsausweitung insbesondere *privatwirtschaftlichen Unternehmen*, dann werden sie versuchen maximale Gewinne aus der Situation zu erzielen. Die Mieten werden überdies nicht merklich sinken. Bietet dagegen der *Staat* das zusätzliche Wohnungsangebot an, so kann dies gerade zur Befriedigung der schwachen und unteren Einkommensschichten auch ohne Gewinnverrechnung erfolgen und es wird, durch das größere Angebot, den Druck der Wohnungseigentümer auf die Mieter merklich reduzieren.

Da wir aber in Deutschland weit von einem *öffentlich finanzierten Wohnungsbau im öffentlichen Eigentum* als einzige sinnvolle Gegenmaßnahme zur Wohnungsnot entfernt sind, können privatwirtschaftlich, lediglich auf *maximale Gewinne*, ausgerichtete Wohnungsgesellschaften, die womöglich zusätzlich noch einem *Börsendruck* ausgesetzt sind, sowie Investmentfonds, die auf Immobilien setzen, und auch private (nichtprofessionelle) Vermieter, ihr Business machen.

Das will auch uneingeschränkt dass mittlerweile, gemessen am Wohnungsbestand, mit Abstand größte deutsche Immobilienunternehmen, die *Vonovia SE*, um die es im Folgenden ausführlich gehen wird.

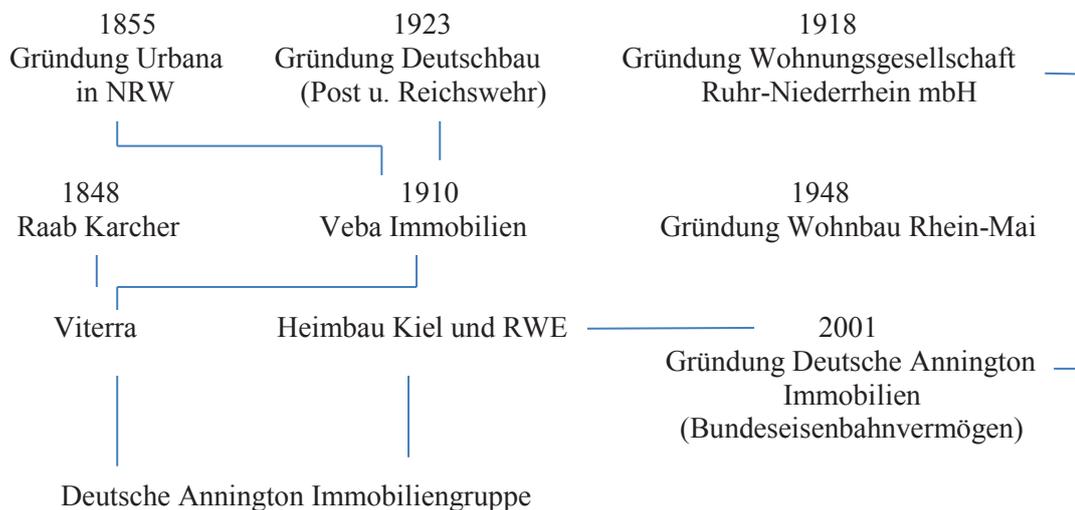
---

<sup>18</sup> Gerhardt, S., Für einen neuen kommunalen Wohnungsbau, in: spw, Heft 226, Ausgabe 3/2018, S. 52.

### 3. Allgemeines zur Vonovia SE

#### 3.1 Entstehungsgeschichte und Entwicklung der Vonovia SE

Am 30. April 2015 beschlossen die Aktionäre der *Deutsche Annington AG* die Firmenumbenennung in *Vonovia AG*. Das heißt, der Firmenname ist noch sehr jung und die Entstehungsgeschichte der heutigen *Vonovia SE* geht auf die *Deutsche Annington* zurück, die selbst erst 2001 gegründet wurde. Schwestergesellschaft der Deutsche Annington AG ist die britische *Annington Homes*, die im Zuge von Privatisierungen vom britischen Verteidigungsministerium Häuser und Wohnungen der Armee übernommen hatte. Auch die Konstituierung der Deutsche Annington geht auf *Privatisierung öffentlichen Eigentums* und den *Aufkauf von Werkswohnungen* und *Übernahmen von Immobilienunternehmen* zurück. Insofern hat die Deutsche Annington Gruppe eine lange Vor-Geschichte (siehe Grafik).



Bei Gründung im Jahr 2001 erwarb die *Deutsche Annington AG* 11 Eisenbahnerwohnungsbau-gesellschaften des Bundes (Bundeseisenbahnvermögen) mit rund 65.000 Wohnungen. Im Jahr 2003 kaufte man die *Heimbau AG in Kiel* mit ca. 10.000 Wohnungen und im Dezember 2004 von *RWE* 4.500 Werkswohnungen. Im Mai 2005 übernahm die Deutsche Annington die *Viterra AG* mit 152.000 Wohnungen für knapp 7 Milliarden Euro und stieg damit, vor der *Deutsche Wohnen SE*, zum größten deutschen Immobilienunternehmen auf.

Nach der Übernahme musste die Deutsche Annington restrukturiert werden. Der Restrukturierung fielen bis Ende 2006 ca. 500 Arbeitsplätze, von insgesamt 1.889 im Dezember 2005 vorhandenen Arbeitsplätzen, zum Opfer. Bis Ende 2009 wurde der Personalbestand weiter um 20 Prozent! auf 1.097 reduziert. Ein wesentlicher Baustein der Restrukturierung waren dabei die 2009 erfolgte Umstellung des *Auskunftssystems für Mieterfragen auf ein externes Mietercen-*

ter mit einer bundesweit einheitlichen Telefonnummer an der alle ortsnahen Servicecenter angeschlossen wurden und die im Oktober 2011 gegründete unternehmenseigene Handwerkerorganisation, die *Deutsche TGS GmbH*, mit heute mehr als 2.000 Beschäftigten, an der die heutige *Vonovia SE* 51 Prozent des Kapitals hält.

Mit der weltweiten *Finanz- und Wirtschaftskrise* kam die *Deutsche Annington AG* ab 2011 in ernste (existenzbedrohende) Schwierigkeiten. In Folge mussten Kredite umgeschuldet und die Schuldenlast insgesamt von 4,3 auf 3,8 Milliarden Euro abgesenkt werden. Um der Aktiengesellschaft gleichzeitig neues Geld zuzuführen ging die *Deutsche Annington AG* 2013 mit 15,5 Prozent ihrer Aktien an die *Börse*. Dabei wurden 34,85 Millionen der Aktien zu einem Preis von je 16,50 Euro zugeteilt.

Nach dem Börsengang der *Deutsche Annington AG* wurden weitere Unternehmen aufgekauft.<sup>19</sup> So im Februar 2014 die Konkurrenten *Dewag* mit 11.500 Wohneinheiten für rund 970 Millionen Euro und die *Vitus-Gruppe* mit rund 30.000 Wohneinheiten für insgesamt 1,4 Milliarden Euro einschließlich der *Vitus-Verbindlichkeiten*. Beide Portfolios kamen auf über 2,6 Millionen Quadratmeter Wohnfläche. Während die 30.000 Wohneinheiten von *Vitus*, damals mehrheitlich im Eigentum des *Finanzinvestors Round Hill Capital*, vor allem in NRW und Norddeutschland konzentriert sind, verteilen sich die Wohnflächen der *Dewag* (Großgesellschafter war hier der *US-Wohnungsinvestor Archstone*) über das ganze Bundesgebiet. Durch den Kauf von *Vitus* erwarb die *Annington* gleichzeitig die ehemalige städtische *Kieler Wohnungsbaugesellschaft (KWG)* und die ehemalige *Bremische Gesellschaft für Stadterneuerung, Stadtentwicklung und Wohnungsbau mbH* („Bremische“) sowie die *Beamten-Baugesellschaft Bremen GmbH*.<sup>20</sup> Die Börse bewertete den Kauf damals mit Kursverlusten. Dagegen beurteilte der Vorstandsvorsitzende der *Annington*, *Rolf Buch*, den Kauf sehr positiv, der sich ideal in den *Annington-Konzern* einfügen würde. Buch sprach von einem „Turbo“, den sein Haus angeworfen habe. „Wir haben immer gesagt: Wir sehen uns als natürlichen Konsolidierer im Markt.“

---

<sup>19</sup> Am 21. September 2015 wurde die *Vonovia SE* an der Frankfurter Wertpapierbörse in den DAX aufgenommen.

<sup>20</sup> „Bremische und Beamtenbau wurden 1994 (zu Zeiten der Ampel-Koalition in Bremen) privatisiert. Eigentümer wurde zunächst die deutsche WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft. Bremische und Beamtenbau wurden von ihr mit anderen privatisierten, ehemals kommunalen Wohnungsbaugesellschaften zur sogenannten *Vitus-Gruppe* zusammengefasst. 2004 wurde die *Vitus-Gruppe* für 1,4 Mrd. Euro von der US-amerikanischen Investmentgesellschaft *Blackstone Group* gekauft. (Zur *Blackstone Group* vgl. Werner Rügemer: Der *Blackrock-Kapitalismus*, in: *Blätter für deutsche und internationale Politik*, Heft 10/2016, S. 75ff.). Im Zuge der beginnenden Finanzkrise verkaufte *Blackstone* die *Vitus-Gruppe* 2007 für 1,6 Mrd. Euro an die britische Investmentgesellschaft *Round Hill Capital LLC*. 2013 begannen Verhandlungen mit der *Deutsche Annington* über einen Ankauf.“ (Bremische Bürgerschaft, 18. Wahlperiode, Drucksache 18/545 S., 30. April 2014, Antrag der Fraktion DIE LINKE, Rekommunalisierung der ehemaligen Bremischen- und Beamtenbau-Bestände.)

Finanziert wurde der Mega-Deal durch die *Ausgabe neuer Aktien* und der *Platzierung einer Hybridanleihe*, die der Refinanzierung der neuen Verbindlichkeiten diene.

Im Jahr 2014 wurde eine weitere „kleine“ Übernahme vorgenommen: Die *CitCor Residential* kam mit rund 5.000 Wohneinheiten unter das immer größer werdende „Dach“ der Deutsche Annington. Mit diesem speziellen Aufkauf wollte man sich insbesondere auf den Wohnungswachstumsmärkten in Berlin, Dresden, Jena, Leipzig und Erfurt, verstärkt im Marktsegment für „hochwertige Wohnbauten“, einkaufen und extern wachsen.

Das Unternehmen Gagfah ist ein Beispiel für Finanzspekulation durch *Private Equity-Firmen*<sup>21</sup> in der Immobilienbranche. „Der amerikanische Investor *Fortress* hatte die Wohnungsgesellschaft der Deutschen Rentenkassen im Juli 2004 für 2,12 Milliarden Euro gekauft. Gut zwei Jahre später, im Oktober 2006, bringt er 20 Prozent davon an die Börse und erwartet davon Erlöse von 850 Millionen Euro (SZ vom 11.10.2006, S. 25). Das ist an sich schon eine stolze Verdoppelung des Einkaufspreises (ein Fünftel von 2,12 Milliarden Euro sind 424 Millionen Euro). Noch besser sieht die Rechnung für den *Gewinn* aus. Wenn wir davon ausgehen, dass der Kauf wie das bei Private Equity-Firmen regelmäßig der Fall ist, überwiegend fremdfinanziert ist und einen Eigenkapitalanteil von 30 Prozent ansetzen, kommen wir auf einen Wert von 700 Millionen Euro Eigenkapital, das zum Kauf der Wohnungen benötigt wurde. Bei einem Verkaufspreis von 850 Millionen Euro für 20 Prozent des Unternehmens, der komplett an *Fortress* geht, hätten die Investoren schon innerhalb von gut zwei Jahren ihre gesamte Kapitalanlage mit einer – steuerfreien! – Jahresrendite von 10,7 Prozent zurück. Sie bleiben im Übrigen Eigentümer von 80 Prozent der Gagfah. Ein Erlös aus jedem weiteren Verkauf wird für sie reiner Gewinn sein. Die *Mieter* der Gagfah-Wohnungen müssen dagegen – auch das ist bereits angekündigt – mit kräftigen *Mietsteigerungen* rechnen. Schließlich müssen die Kosten für die Kredite, die für den Kauf der Gagfah aufgenommen worden waren, ja irgendwie finanziert werden“ (Huffschmid, J., Internationale Finanzmärkte: Funktionen, Entwicklung, Akteure, in: Huffschmid, J., Köppen, M., Rhode, W. (Hrsg.), Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter?, Hamburg 2007, S. 36.)

Im März 2015 kam es dann im Vergleich zur CitCor Residential zu einem gigantischen weiteren Einkauf: Das Konkurrenzunternehmen *Gagfah S. A.* mit Sitz in Luxemburg<sup>22</sup> und einem

---

<sup>21</sup> *Private Equity-Firmen* sind Unternehmen, die andere Unternehmen ganz oder zu maßgeblichen Teilen aufkaufen, für eine befristete Zeit aktiv managen und dann wieder – mit möglichst hohem Gewinn – verkaufen.

<sup>22</sup> Die „Gemeinnützige Aktien-Gesellschaft für Angestellten-Heimstätten“ (Gagfah) war vor der Übernahme eine der größten börsennotierten Wohnungsgesellschaften in Deutschland und wurde im Oktober 1918 von 27 Angestelltenverbänden zum Zweck der Wohnraumversorgung für gesetzlich versicherte Angestellte in Berlin als gemeinnützige Gesellschaft gegründet. Während der Nazi-Zeit war die Gagfah im Besitz der Deutschen Arbeitsfront und der Reichsversicherungsanstalt für Angestellte. Nach dem Zweiten Weltkrieg scheiterten alle Versuche der Angestelltengewerkschaften, im Zuge der Restitution von beschlagnahmten Gewerkschaftsvermögen, die Gesellschaft zurückzuerhalten. In der Rechtsnachfolge wurde die Gagfah von der Bundesversicherungsanstalt für Angestellte (BfA) übernommen. Die BfA verkaufte die in der Gagfah gebündelten 81.000 Wohnungen (davon allein rund 24.000 in Berlin und die anderen auf 147 verschiedenen Standorten in Deutschland verteilten Wohnungen) dann 2004 an das US-amerikanische Finanzunternehmen Fortress zum Preis von 2,12 Milliarden Euro. Danach begann ein Aufkauf anderer Immobilienunternehmen. Der WOBA Dresden, der NILEG Immobilien Holding Hannover und rund 500 Wohnungen aus dem Immobilienbestand der VGH Versicherungen, Hannover. Am 10. Juni 2014 gab Fortress bekannt, die letzten Gagfah S.A.-Aktien verkauft zu haben und bei der

Wohnungsbestand von gut 144.000 Einheiten, sowie ca. 35.000 für Dritte verwaltete Wohnungen, wurde für satte 3,5 Milliarden Euro geschluckt und noch im Juni des selben Jahres erfolgte ein weiterer gewaltiger Zukauf für 1,9 Milliarden Euro: der *Süddeutsche Wohnen (SÜDEWO)* mit rund 20.000 Wohnungen in Baden-Württemberg. Verkäufer war hier der bisherige Eigentümer *Patrizia Immobilien*.

Damit begnügte man sich 2015 aber noch nicht. Nach der Firmenumbenennung von Deutsche Annington in *Vonovia* am 2. September 2015, sollte auch noch das zweitgrößte deutsche Immobilienunternehmen, die *Deutsche Wohnen AG*, *feindlich* übernommen werden. Das Vorhaben scheiterte aber, trotz der angebotenen 14 Milliarden Euro Kaufpreis, endgültig am 9. Februar 2016, weil 70 Prozent der *Deutsche Wohnen* Aktionäre selbst das „üppige Angebot“ der *Vonovia* nicht annehmen wollten. Dafür scheiterte die jüngste große weitere Übernahme von *Vonovia* aber nicht. Im Jahr 2017 wurde die vollständige betriebswirtschaftliche Integration der *conwert-Gruppe*<sup>23</sup> mit ihren 208 Gesellschaften in den *Vonovia*-Konzern abgeschlossen. Dies ist der bisher größte Zukauf von *Vonovia*. Dabei erhielt im Zuge einer Sachkapitalerhöhung ein Aktionär der *conwert Immobilien Invest SE* für 149 Aktien 74 Aktien von *Vonovia*. Für die Umrechnung der Gegenleistung in Tauschaktien wurde der Kurs zum 10. Januar 2017 und zum 23. März 2017 zugrunde gelegt.

Das gezeichnete Kapital der *Vonovia* repräsentiert heute das Grundkapital der Gesellschaft und lag per 31.12.2017 bei 485.100.826 Euro, eingeteilt in 485.100.826 nennwertlose und auf Namen lautende Stückaktien. Die Aktien sind unverbrieft. Der Kurs der Aktie lag am 16. Juli 2018 bei 41,16 Euro. Seit Erstaussgabe ist dies eine beträchtliche Steigerung um 149,5 Prozent! Die *Marktkapitalisierung* der *Vonovia* erreichte dabei im Juli 2018 einen Wert von gut 21 Milliarden Euro.

---

Gagfah wieder ausgestiegen zu sein. Noch im gleichen Jahr wurde dann Gagfah von der Deutsche Annington aufgekauft.

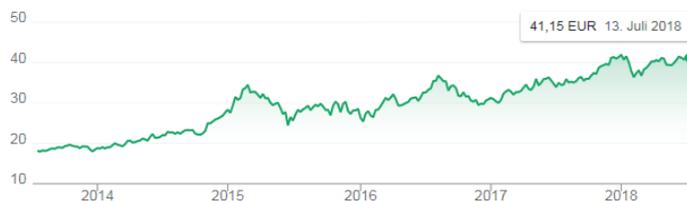
<sup>23</sup> Die conwert Immobilien Invest SE mit Sitz in Wien wurde 2001 vom Immobilien-Investor Günter Kerbler gegründet. Bereits im Jahr darauf erfolgten der Börsengang und eine Expansion nach Tschechien. Erste deutsche Wohnungsobjekte kamen 2003 ins Portfolio, zunächst in Berlin, später in Hamburg, Leipzig, Dresden und Potsdam. Die *conwert Immobilien Invest SE* gehört zu den größten österreichischen Immobiliengesellschaften. Sie ist seit 2002 an der Wiener Börse notiert.

Vonovia SE  
ETR: VNA

**41,16** EUR +0,0100 (0,024 %) ↑

16. Juli, 17:20 MESZ · Haftungsausschluss

1 Tag 5 Tage 1 Monat 1 Jahr **5 Jahre** Max.



Eröffnung	41,04	Rendite	3,21 %
Hoch	41,40	Vort.jSchl.	41,15
Tief	40,95	52-Wo-Hoch	42,68
Marktkap.	21,32 Mrd.	52-Wo-Tief	34,18
KGV	8,17		

Tab. 1: Aktienkursentwicklung und Marktkapitalisierung Vonovia SE

Aktienkursentwicklung und Marktkapitalisierung Vonovia SE						
	Börsennotierung	2013	2014	2015	2016	2017
	11.07.2013					
Aktienanzahl in Millionen		224,2	271,6	466,0	466,0	485,1
Aktienart	auf Namen lautende Stammaktien ohne Nennbetrag					
Aktienchlusskurs 31.12. in Euro		17,13	26,75	28,55	30,91	41,39
Höchstkurs in Euro		18,79	26,75	33,23	36,81	41,88
Tiefkurs in Euro		16,75	17,13	24,19	24,99	29,96
<b>Marktkapitalisierung</b> in Mio. Euro		<b>3,8</b>	<b>7,3</b>	<b>13,3</b>	<b>14,4</b>	<b>20,1</b>
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia SE						

Im Oktober 2017 wurde mit der französischen *Groupe CDS habitat* eine Partnerschaftsvereinbarung abgeschlossen. Die CDC habitat ist mit rund 348.000 Wohnungen der größte Vermieter Frankreichs. Die *Vonovia SE* will hier in Zusammenarbeit mit der CDC gemeinsame Wachstums- und Investitionsmöglichkeiten prüfen. Darüber hinaus wurde im Februar 2018 den Aktionären der österreichischen *BUWOG AG* ein Kaufangebot für ihre Aktien gemacht. Insgesamt umfasst das BUWOG-Portfolio rund 49.000 Wohnungen, wovon sich 55 Prozent in Deutschland befinden, u.a. in Berlin und Hamburg. In Verbindung mit der conwert-Übernahme, und dem sich hier in Österreich befindenden Bestandsanteil, würde sich beim BUWOG-Aufkauf der zukünftige Österreich-Bestand von *Vonovia* auf rund 24.000 Wohnungen belaufen.

### 3.2 Die Vonovia SE heute - Eckgrößen

Die *Vonovia SE* ist als eine *Europäische Aktiengesellschaft*<sup>24</sup> in Deutschland ansässig und registriert, der eingetragene Firmensitz ist nach Eintragung der Sitzverlegung im Handelsregister seit dem 10. Oktober 2017 Bochum.<sup>25</sup> Zum 31. Dezember 2017 gehörten 350 rechtliche Gesellschaften zur Unternehmensgruppe von Vonovia. Heute bewirtschaftet die *Vonovia SE* rund 350.000 Wohnungen mit einer Wohnfläche von gut 21,6 Millionen Quadratmetern in fast allen attraktiven Städten und Regionen Deutschlands. Die Anzahl der erworbenen Objekte lag dabei allein 2017 bei fast 25.000 Wohneinheiten. Es wurden aber auch fast 12.000 Einheiten verkauft. Neben den eigenen Wohnungen verwaltet *Vonovia* für Dritte zusätzlich ca. 63.000 Wohnungen. Der *Gesamtverkehrswert der Vonovia Immobilien* (als Finanzinvestition gehaltene Immobilien) beträgt gut 33 Milliarden Euro und das Nettovermögen nach EPRA-Definition (EPRA European Public Real Estate Association)<sup>26</sup> rund 21 Milliarden Euro.

Das *Gesamtvermögen* kam Ende 2017 auf 37,5 Milliarden Euro. Finanziert wurde das Vermögen mit 16,7 Milliarden *Eigenkapital*, was einer hohen *Eigenkapitalquote* von 44,5 Prozent entspricht. Die *kurzfristig zu tilgenden Schulden* lagen bei gut 2,2 Milliarden Euro. Die *langfristigen Schulden* bei 18,6 Milliarden Euro. Trotz dieses vermeintlich guten Fälligkeitsprofils der Vonovia-Schulden ist hier dennoch womöglich ein beträchtliches Prolongations- und Zinsänderungsrisiko vorhanden, sollte es zu steigenden Kapitalmarkt- und Kreditzinsen kommen. Der *Gewinn vor Steuern* kam 2017 auf 4.007,4 Millionen Euro.

Die gesamte *Leerstandsquote* im Wohnungsbestand der *Vonovia* lag 2017 bei 2,5 Prozent und die Erlöse aus der *Immobilienbewirtschaftung* betragen im gleichen Jahr fast 2,4 Milliarden Euro. Die *durchschnittliche Ist-Miete in Quadratmeter* kam auf einen Wert von 6,27 Euro. Seit 2012 ist damit bei der *Vonovia* der Mietpreis von 5,30 Euro/m<sup>2</sup>, um 18,3 Prozent gestiegen. Zum Vergleich legten die allgemeinen Lebenshaltungskosten (Verbraucherpreisindex) im gleichen Zeitraum um 5,1 Prozent zu. Und auch unter Hinausrechnung der gesunkenen Energiekosten lag die Steigerung bei nur 5,3 Prozent.

---

<sup>24</sup> Vgl. Becker, A., Schreiner, P., Die Europäische Aktiengesellschaft (SE) als Rechtsformalternative für Familienunternehmen, Universität Witten/Herdecke 2016.

<sup>25</sup> Seit 2016 ist *Vonovia* in Bochum auch der Namensgeber für das Fußballstadion (Vonovia Ruhrstadion), des Zweitligisten VfL Bochum.

<sup>26</sup> Die EPRA ist eine Organisation, die die Interessen der großen europäischen Immobiliengesellschaften in der Öffentlichkeit vertritt.

Tab. 2: **Durchschnittliche monatliche Mietsteigerungen Vonovia**

<b>Vonovia SE</b>				
<b>Durchschnittliche monatliche Ist-Miete in Euro/Quadratmeter</b>				
<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
5,40	5,58	5,75	6,02	6,27
<b>Steigerung in v.H.</b>				
1,9	3,3	3,0	4,7	4,2
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia				

Vonovia verausgabte 2017 für *Instandhaltungs- und Modernisierungsleistungen* insgesamt 1.124,8 Millionen Euro. Davon für Instandhaltung 346,2 Millionen Euro und 778,6 Millionen Euro für Modernisierung.

Die *Beschäftigtenzahl* lag bei der Vonovia am 31.12.2017 bei 8.448 Mitarbeitern. Durch das dargelegte starke *externe Unternehmenswachstum* ist damit die Beschäftigung seit 2013 von 2.935 Beschäftigten, um 187,8 Prozent! kräftig gestiegen.

### **3.3 Brancheneinordnung der Vonovia**

Die *Vonovia SE* ist bei oberflächlicher Betrachtung ein privatwirtschaftliches börsennotiertes Wohnungsunternehmen. Es wird aber noch zu zeigen sein, dass Vonovia vielmehr ein *Finanzinvestor mit einer angeschlossenen Immobilienwirtschaft* ist. Die Aufgaben von reinen Wohnungsunternehmen liegen vielmehr im Bau, in der Bewirtschaftung, Verwaltung und Vermarktung von eigenen oder fremden Wohnimmobilien. Die ersten Wohnungsunternehmen entstanden im 19. Jahrhundert und nannten sich ursprünglich *Terraingesellschaften*. Wohnungsunternehmen können nach *Rechtsform* und *institutionellem Hintergrund* folgendermaßen unterschieden werden:

- Wohnungsgenossenschaften,
- Kommunale Wohnungsgesellschaften,
- Industrie- und werksverbundene Wohnungsunternehmen,
- Kirchliche Wohnungsunternehmen,
- Wohnungsunternehmen des Bundes und der Länder,
- Heimstätten und Landesentwicklungsgesellschaften und
- Privatwirtschaftliche Wohnungsunternehmen.

Gesamtwirtschaftlich gehört die *Vonovia* zum Dienstleistungssektor, hier speziell zum „Grundstücks- und Wohnungswesen“, das im Jahr 2017 in Deutschland auf einen *Anteil an der Bruttowertschöpfung in jeweiligen Preisen* von 10,8 Prozent kam. Im Jahr 1991, nach der Wiedervereinigung von BRD und DDR, lag der Anteil noch bei 8,4 Prozent und im Jahr 2000 bei 11,0 Prozent.

Bezogen auf die *Erwerbstätigen* (Selbstständige und abhängig Beschäftigte) im „Grundstücks- und Wohnungswesen“ betrug dagegen 2017 der Anteil in der Gesamtwirtschaft nur 1,1 Prozent. Im Jahr 1991 waren es mit 0,7 Prozent relativ noch weniger Erwerbstätige. Seit 2000 liegt der Wert stabil bei 1,1 Prozent.<sup>27</sup>

Die Branche „Grundstücks- und Wohnungswesen“ zeichnet sich in Bezug auf die Bruttowertschöpfung durch eine weit *unterproportionale Arbeitsintensität* aber durch eine gleichzeitig *extrem hohe Kapitalintensität*<sup>28</sup> aus, die 2014 (neuere Werte liegen nicht vor) bei 17,9 Millionen Euro je Erwerbstätigen lag. Die zweitgrößte Kapitalintensität in der deutschen Wirtschaft weist die Branche *Mineralverarbeitung, Kokerei* mit einem nur weit darunter liegenden Wert von 0,9 Millionen Euro aus. Hieran erkennt man den extrem hohen Wert der Kapitalintensität in der Immobilienwirtschaft, der sich neben der nur *geringen Erwerbstätigenzahl* von 478.000 (davon 422.000 abhängig Beschäftigte und 56.000 Selbständige) insbesondere durch das in der Branche vorliegende hohe *Nettoanlagevermögen zu Wiederbeschaffungspreisen* erklärt, das 2014 auf einen Wert von 5.005,8 Milliarden Euro kam. Das waren 52,6 Prozent des gesamten Nettoanlagevermögens der deutschen Wirtschaft. Der *Modernisierungsgrad*<sup>29</sup> betrug dabei 60,2 Prozent, während dieser Wert 1991 noch auf 68,4 Prozent kam. Die starke *Moderitätsabnahme* korreliert hier signifikant mit einer nur *geringen Bautätigkeit* – trotz Wiedervereinigung. Die jahresdurchschnittliche Wachstumsrate der *privaten Bauinvestitionen* (preisbereinigt) war in Deutschland von 2000 bis 2017 sogar mit - 0,3 Prozent negativ. Die *staatlichen Bauinvestitionen* lagen sogar noch mit einem negativen Wachstumswert von jahresdurchschnittlich - 1,0 Prozent darunter.<sup>30</sup>

Die *Arbeitsproduktivität* je geleisteter Erwerbstätigenstunde<sup>31</sup> in der Branche „Grundstücks- und Wohnungswesen“ ist von 2000 bis 2017 um 27,8 Prozent gestiegen. Jahresdurchschnitt-

---

<sup>27</sup> Vgl. Statistisches Bundesamt, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen 2017, Fachserie 18/Reihe 1.1

<sup>28</sup> Kapitalintensität = Kapitalstock je Erwerbstätigen (“Kosten eines Arbeitsplatzes”).

<sup>29</sup> Nettoanlagevermögen in Prozent des Bruttoanlagevermögens.

<sup>30</sup> Vgl. Statistisches Bundesamt, Volkswirtschaftliche Gesamtwirtschaftliche Rechnungen 2017, Fachserie 18, Reihe 1.1, a.a.O., eigene Berechnungen.

<sup>31</sup> Preisbereinigte Bruttowertschöpfung je Erwerbstätigen

lich war das ein Wachstum um 1,9 Prozent. Dagegen lag der Anstieg in der gesamten deutschen Wirtschaft bei nur 17,6 Prozent (1,1 Prozent).

Die *Arbeitnehmerentgelte* je abhängig Beschäftigten im „Grundstücks- und Wohnungswesen“ lagen 2017 bei 34.242 Euro und damit weit (um fast 18 Prozentpunkte) unter dem gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt von 41.694 Euro. Das gilt auch für die Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer mit 28.391 Euro bzw. 34.187 Euro. Hier liegt der Abstand bei 17 Prozentpunkten. Der Anstieg der Arbeitnehmerentgelte von 2000 bis 2017 betrug in der gesamten deutschen Wirtschaft 33,7 Prozent, jahresdurchschnittlich legten die Entgelte um 1,7 Prozent zu. Im „*Grundstücks- und Wohnungswesen*“ kam es dagegen nur zu einem Zuwachs von 22,0 Prozent (jahresdurchschnittlich 1,0).

Die Entwicklung von Produktivität und Arbeitsentgelt zeigt sich dann auch in der unterschiedlichen Entwicklung der *Lohnstückkosten* (Stundenkonzept<sup>32</sup>). Hier stiegen die Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft von 2000 bis 2017 um 16,8 Prozent (jahresdurchschnittlich um 0,9 Prozent), während sie im „Grundstücks- und Wohnungswesen“ um 1,0 Prozent sanken (jahresdurchschnittlich um 0,2 Prozent).

Bei der *Verteilung der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung* (Volkseinkommen) zeigt sich, dass die Branche „Grundstücks- und Wohnungswesen“ hier nur auf einen sehr kleinen Anteil von 0,59 Prozent kommt. Beim *verfügbaren Einkommen* ist der Anteil mit 0,53 noch geringer.<sup>33</sup>

Vergleicht man die *Vonovia SE* als Konzern mit den Branchenwerten des „*Grundstücks- und Wohnungswesens*“, so ist ihre Bedeutung selbst bei einer *Marktkapitalisierung* von rund 20 Milliarden Euro dennoch nur marginal. Der *Marktanteil* bezogen auf das gesamte Branchen-Nettoanlagevermögen kam hier lediglich auf 0,425 Prozent. Auch bei einem Bezug auf das Gesamtkapital des Konzerns in Höhe von 37,5 Milliarden Euro (31.12.2017) erhöht sich der *Marktanteilswert von Vonovia* nur auf 0,749 Prozent.

Dennoch listet die *Monopolkommission* die *Vonovia* in ihrem letzten „XXII. Hauptgutachten – Wettbewerb“ unter den 100 größten deutschen Unternehmen an 19. Stelle.<sup>34</sup> Aufgrund des

---

<sup>32</sup> Arbeitnehmerentgelt je geleisteter Arbeitnehmerstunde in Relation zur Arbeitsproduktivität (Preisbereinigte Bruttowertschöpfung je geleisteter Erwerbstätigenstunde)

<sup>33</sup> Alle zuvor genannten Werte und Berechnungen beziehen sich auf das Statistische Bundesamt, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung 2018, Fachserie 18/Reihe 1.1, a.a.O.

<sup>34</sup> Vgl. Monopolkommission, „22. Hauptgutachten – Wettbewerb“, Bonn/Berlin 2018, S. 100.

in der Immobilienwirtschaft stark *fragmentierten Marktes* mit rund 302.000 Unternehmen,<sup>35</sup> ist die *Vonovia* zwar das mit Abstand größte Unternehmen. Der *Marktanteil* ist aber auch hier, wie beim Nettoanlagevermögen und beim Gesamtkapitaleinsatz, nur gering. Dies gilt auch für den Bestand an Mietwohnungen. Mit den rund 350.000 Wohnungseinheiten liegt der Marktanteil von Vonovia bezogen auf die fast 24 Millionen Mietwohnungen in Deutschland bei mal gerade knapp 1,5 Prozent.

Tab. 3: **Börsennotierte Wohnungsunternehmen in Deutschland**

<b>Börsennotierte Wohnungsunternehmen in Deutschland</b>			
Wohnungseinheiten	2013	2017	Anteil in v.H.
Vonovia SE	318.454	350.000	38,0
Deutsche Wohnen SE	150.219	157.976	17,2
LEG Immobilien AG	94.311	128.488	14,0
TAG Immobilien AG	69.809	79.754	8,7
Grand City Properties S.A.	26.000	83.000	9,0
Akelius Residential Property AB	15.769	20.000	2,2
Adler Real Estate AG	7.797	50.305	5,5
Buwog AG	7.225	51.000	5,5
<b>Gesamt</b>	<b>689.584</b>	<b>920.523</b>	100,0
Quelle: Eigene Marktauswertung			

Und unter den acht *börsennotierten Wohnungsunternehmen* in Deutschland kommt *Vonovia* auf einen Marktanteil von 38 Prozent (siehe Tab. 3). Alle börsennotierten Unternehmen haben am Immobilienmarkt in Deutschland aber nur einen *Marktanteil* von 3,8 Prozent. Der Anteil ist hier seit 2013 von 2,9 Prozent, um 0,9 Prozentpunkte unbedeutend gestiegen.

Diese geringen Marktanteile bedeuten allerdings nicht, dass die einzelnen Immobilienunternehmen auf *regionalen Teilmärkten* dennoch über eine herausragende Größe und auch über eine *relative Marktmacht* bei der Durchsetzung von *Mietpreissteigerungen* verfügen.<sup>36</sup>

### 3.4 Das Immobilienportfolio der Vonovia SE

Die *Vonovia SE* verfügt mit ihrem großen Immobilienportfolio durchaus über eine solche relative Marktmarkt. Der *Immobilienbestand* per 31.12.2017 kam auf 33,1 Milliarden Euro als *Finanzinvestitionen* gehaltenen Immobilien. Bezogen auf die Bilanzsumme von 37,5 Milliarden Euro waren dies 88,3 Prozent des gesamten Unternehmensvermögens. Hinter dem bilanzierten Vermögen stehen deutschlandweit 344.586 Wohneinheiten, 89.588 Garagen und

<sup>35</sup> Die meisten Unternehmen haben hier weniger als 10 Beschäftigte. Nur 660 Unternehmen kommen auf 10 - 49 Mitarbeitern. 171 Unternehmen haben eine mittlere Größe mit 50 - 250 Mitarbeitern und nur 30 Unternehmen in der Immobilienwirtschaft kommen auf eine Beschäftigtenzahl von mehr als 250 Mitarbeitern.

<sup>36</sup> Dies konnte allerdings im Rahmen des hier vorliegenden Gutachtens nicht untersucht und geleistet werden.

Stellplätze sowie 3.888 gewerbliche Einheiten. Die Standorte erstreckten sich auf 576 Städte und Gemeinden. Hinzu kamen 62.631 Wohneinheiten, die im Auftrag Dritter bewirtschaftet werden. Bei den meisten Objekten im Portfolio handelt es sich um Mehrfamilienhäuser. Die Gesamtfläche des deutschen Immobilienbestandes der *Vonovia* betrug dabei 21.530.449 Quadratmeter bei einer durchschnittlichen Wohnungsgröße von 62 Quadratmetern. Die durchschnittliche Wohneinheit besteht aus zwei oder drei Zimmern, Küche und Bad. Die *Leerstandsquote* lag 2017 bei 2,5 Prozent und die durchschnittliche monatliche Ist-Miete kam auf 6,27 Euro pro Quadratmeter. Ergänzt wurde das Portfolio des *Vonovia-Konzerns* noch um das *österreichische Wohnungsportfolio*, bestehend aus 2.058 Wohneinheiten mit Schwerpunkt in Wien. In Österreich konnte ein durchschnittlicher Mietpreis von 6,51 Euro erzielt werden. Hier lag auch der Portfoliowert je Quadratmeter mit 2.194 Euro um fast die Hälfte höher als in Deutschland mit 1.466 Euro.

Tab 4: **Vonovia Wohnungsimmobilienportfolio 2017 nach Anlagestrategien**

Vonovia Wohnungsimmobilienportfolio 2017										
31.12.2017	Portfolio	in €/QM	Wohneinheiten	Wohnfläche	Leerstand	Soll-Miete	Ist-Miete	Ist-Miete	Mietmultiplikator	Brutto-Rendite
	in Mio. €			in Tsd. QM	in %	Gesamt	Wohnen	Wohnen	in %	in %
						p.a. in Mio. €	p.a. in Mio. €	in €/QM		
Aktives Management	10.252,9	1.494	101.697	6.311	2,3	550	484	6,55	21,2	4,7
Modernisierung	20.255,1	1.492	217.317	13.507	2,2	993	986	6,22	20,5	4,9
Privatisierung	1.509,7	1.522	14.099	976	3,4	72	69	6,13	21,9	4,6
Verkauf	535,6	702	11.473	737	8,4	41	40	4,93	13,4	7,5
<b>Vonovia Deutschland</b>	<b>32.553,3</b>	<b>1.466</b>	<b>344.586</b>	<b>21.530</b>	<b>2,5</b>	<b>1.656</b>	<b>1.580</b>	<b>6,27</b>	<b>20,6</b>	<b>4,9</b>
Vonovia Österreich	551,6	2.194	2.058	142	2,9	21	11	6,51	50,1	2,0
<b>Gesamt Konzern</b>	<b>33.104,9</b>	<b>1.475</b>	<b>346.644</b>	<b>21.672</b>	<b>2,5</b>	<b>1.677</b>	<b>1.590</b>	<b>6,27</b>	<b>20,8</b>	<b>4,8</b>

Quelle: Geschäftsbericht Vonovia 2017, eigene Berechnungen

Im Laufe des Jahres 2017 wurden in Umsetzung der *Unternehmens-Strategie* in mehreren Teilverkäufen Wohnobjekte des „Non-Core“- und „Non-Strategic-Bestandes“ veräußert (vgl. Kap. I/3.6). Neben den Zukäufen bzw. Verkäufen größerer Bestände veränderte sich das Portfolio von *Vonovia* 2017 um Zugänge aus taktischen Akquisitionen, dem Neubau von Wohnungen, dem Ausbau von Dachgeschossen und durch Verkäufe von Eigentumswohnungen

aus dem Privatisierungsportfolio und von Mehrfamilienhäusern aus dem „Non-Core“ – und „Non-Strategic“-Bestand. Außerdem kam es im Rahmen regelmäßiger Portfolioüberprüfungen aufgrund strategischer Neubewertungen zu Umwidmungen von Beständen innerhalb des Gesamtportfolios.

Wichtig ist in diesem gesamten Bewertungskontext der Mietmultiplikator. Er gibt darüber Auskunft, ob sich eine Immobilienanlage rentiert bzw. ob sich der Kauf eines Immobilienobjektes zur Vermietung lohnt.

$$\text{Mietmultiplikator} = \text{Portfoliovermögen (Kaufpreis)} : \text{Jahreskaltmiete}$$

---

Beispiel:

$$820.000 : 36.000 = 22,8 \text{ Mietmultiplikator}$$

Der Reziproke Wert des Mietmultiplikators ist die Brutto-Rendite

$$1 : \text{Mietmultiplikator} = \text{Brutto-Rendite}$$

$$1 : 22,8 * 100 = 4,39 \text{ Prozent}$$

---

Ein niedriger (hoher) *Mietmultiplikator* geht mit einer hohen (niedrigen) *Miet-Brutto-Rendite* einher. Von der Bruttorendite müssen noch *Instandhaltung*, *Abschreibungen* und *Fremdkapitalzinsen* sowie *Steuern* abgezogen werden. Der Restbetrag steht dann zur Tilgung der Immobilie zur Verfügung, die möglichst in 25 Jahren erfolgen sollte. Bei einem Mietmultiplikator von 20 beträgt demnach die Miet-Brutto-Rendite 5,0 Prozent. *Daher sollte der Multiplikator einer Wohnimmobilie auch nicht über 20 liegen*. Denn geht man davon aus, dass von den 5,0 Prozent noch Instandhaltung, Abschreibungen, Zinsen und Steuern abzurechnen sind, und hier ist für die Verwaltung der Immobilie noch kein Aufwand berücksichtigt, dann bleibt vielleicht eine *Gewinn-Miet-Netto-Rendite* von 2,5 bis 3,0 Prozent. Käme es dann nur zu stärkeren Zinserhöhungen, so könnte am Ende sogar ein Nullergebnis stehen.

Dass der *Mietmultiplikator* bei *Vonovia* allerdings so hoch ausfällt, hat entscheidend mit der *marktbezogenen Bewertung* der Finanzinvestitionen in den Immobilienbeständen (*Investment Properties*) zu tun (vgl. Kap. II/1.2). Insofern ist die Bewertung bezüglich des gesamten Wohnungsimmobiliensportfolios der *Vonovia* differenziert zu beurteilen. Dennoch zeigt sich in der Gesamtbetrachtung und Bewertung zum 31.12.2017 ein *hoher Mietmultiplikator* von 20,8, der lediglich eine *Miet-Brutto-Rendite* von durchschnittlich 4,8 Prozent impliziert. In Österreich ist der Multiplikator mit 50,1 und einer Miet-Brutto-Rendite von 2,0 Prozent sogar ext-

rem schlecht. Auch die einzelnen Portfoliostrategien (aktives Management, Modernisierung und Privatisierung) liegen über dem Faktor 20, so dass sich auch hier nur Miet-Brutto-Renditen von unter 5 Prozent ergeben.

Tab 5: Vonovia Wohnungsimmobiliensportfolio 2017 nach Regionen

Vonovia Wohnungsimmobiliensportfolio 2017 nach Regionen										
31.12.2017	Portfolio	in €/QM	Wohneinheiten	Wohnfläche	Leerstand	Soll-Miete	Ist-Miete	Ist-Miete	Mietmultiplikator	Brutto-Rendite
	in Mio. €			in Tsd. QM	in %	Gesamt	Wohnen	Wohnen	in %	in %
						p.a. in Mio. €	p.a. in Mio. €	in €/QM		
Berlin	5.181,9	2.035	38.664	2.449	1,5	195	184	6,35	28,2	3,6
Rhein-Main-Gebiet	3.525,1	1.946	27.921	1.781	1,4	168	162	7,70	21,8	4,6
Rheinland	3.240,3	1.581	29.753	1.992	2,6	167	159	6,82	20,4	4,9
Südliches Ruhrgebiet	2.884,2	1.051	43.900	2.682	2,9	183	176	5,64	16,4	6,1
Nördliches Ruhrgebiet	1.417,5	854	26.532	1.640	3,4	105	102	5,37	13,9	7,2
Westfalen	667,0	1.075	9.471	613	1,9	42	41	5,64	16,3	6,1
Dresden	2.875,2	1.230	38.563	2.193	2,4	159	148	5,79	19,4	5,1
Hamburg	1.940,1	1.795	16.534	1.048	2,0	90	85	6,86	22,8	4,4
München	1.820,2	2.771	9.708	639	0,8	62	59	7,71	30,9	3,2
Stuttgart	1.742,0	1.893	14.152	891	1,5	83	79	7,53	22,1	4,5
Hannover	1.297,5	1.374	14.592	926	2,7	70	67	6,21	19,4	5,2
Kiel	992,3	1.192	13.801	802	1,8	58	55	5,81	18,0	5,5
Bremen	913,9	1.230	11.905	722	2,9	48	45	5,42	20,3	4,9
Leipzig	763,3	1.229	9.174	588	4,0	41	39	5,74	19,6	5,1
Freiburg	545,0	1.949	4.048	277	0,9	24	23	6,98	23,7	4,2
Sonstige strategische Standorte	2.102,8	1.404	23.172	1.464	2,3	114	110	6,40	19,1	5,2
Sonstige strategische Standorte Deutschland	31.908,2	1.495	331.890	20.705	2,3	1.608	1.534	6,32	20,8	4,8
Österreich	551,6	2.194	2.058	142	2,9	21	11	6,51	50,1	2,0

Quelle: Geschäftsbericht Vonovia 2017, eigene Berechnungen

Die Ausnahme bildet die *Verkaufsstrategie*. Hier hat das Vonovia-Management mit dem Verkauf der Immobilien aber alles falsch gemacht. Zwar war die erlöste Miete mit 4,93 Euro je Quadratmeter die Niedrigste. Mit einem *Mietmultiplikator* von 13,4 konnte hier aber mit 7,5 Prozent die höchste *Miet-Brutto-Rendite* erzielt werden. Dies zeigt, dass eine Betrachtung nur des Mietpreises zu völlig falschen betriebswirtschaftlichen Ergebnissen kommt, was sich ebenso bei der *regionalen Analyse* des Vonovia Immobilienportfolios bestätigt. Auch hier erzielt die vom Mietpreis (5,37 Euro/m<sup>2</sup>) vermeintlich *schlechteste Region* (Nördliches Ruhrgebiet), den niedrigsten Mietmultiplikator (13,9) und damit die höchste Miet-Brutto-Rendite mit 7,2 Prozent. Und die teuersten Regionen wie Stuttgart und München schneiden dagegen vom Multiplikator und der Miet-Brutto-Rendite mit am Schlechtesten ab.

### 3.5 Eigentümerstrukturen und Immobilien als Finanzanlageobjekte

Bis Mai 2014 war die Londoner Private-Equity-Gesellschaft *Terra Firma Capital Partners* Großaktionär der Deutsche Annington Immobilien AG. Die Anteile wurden überwiegend, breit gestreut, an der Börse verkauft. Heute teilt sich die Aktionärs- und damit Eigentümerstruktur bei der *Vonovia SE* wie folgt auf.

- Auf *BlackRock*<sup>37</sup> entfallen 8,3 Prozent,
- auf die *Norges Bank* 7,3 Prozent,
- auf *Lansdowne Partners* 5,2 Prozent,
- auf die Deutsche Bank 3,7 Prozent und
- auf MFS 3,0 Prozent.
- Im *Streubesitz* sind 72,5 Prozent.

Die folgende Tab. 6 zeigt dabei die *Entwicklung der Eigentümerstruktur* seit der Börseneinführung.

---

<sup>37</sup> Vgl. Rügemer, W., Der Blackrock-Kapitalismus, in: Blätter für deutsche und internationale Politik, Heft 10/2016, S. 75ff.

Tab. 6: **Eigentümerstrukturen und -entwicklung Vonovia SE**

Eigentümerstruktur und -entwicklung Vonovia SE						
in v.H.	2013	2014	2015	2016	2017	
<b>Eigentümer (Aktionäre)</b>						
Terra Firma Capital Partners	84,40					
Abu Dhabi Investment Authority		11,85				
BlackRock		6,01	8,14	8,30	8,30	
Norges Bank	5,40	7,82	7,84	7,60	7,30	
Lansdowne Partners			5,61	5,40	5,20	
Deutsche Bank				3,60	3,70	
MFS					3,00	
The Wellcome Trust		6,68	3,43			
Sun Life Financial		3,12	3,10	3,10		
Wellington		3,01	2,41			
<b>Streueigentum</b>	<b>10,20</b>	<b>61,51</b>	<b>69,70</b>	<b>72,00</b>	<b>72,50</b>	
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia						

Einen wirklichen Großaktionär gibt es demnach nicht. Vielmehr ist die *Vonovia* in der Hand von sehr vielen *Klein- und Kleinstaktionären*. Dennoch kommen große *Finanzinvestoren* bei Vonovia als Eigentümer zusammen auf 27,5 Prozent.<sup>38</sup> Solche Finanzinvestoren (Investmentfonds, Private Equity-Fonds, Hedgefonds) nannte der ehemalige SPD-Vorsitzende und Bundesminister, Franz Müntefering, „Heuschrecken“, da sie im Verdacht stehen, Unternehmen zum einseitigen Vorteil der Shareholder auszuschlachten. Dabei hat der weltweite hoch konzentrierte Finanzreichtum die Finanzfonds kräftig anschwellen lassen. Allein in Deutschland lag von 2009 bis zum 1. Halbjahr 2018 das *Transaktionsvermögen*, das Geld der Reichen die hier ihr Vermögen in Fonds anlegen und hoch verzinst sehen wollen, bei jahresdurchschnittlich knapp 6,6 Milliarden Euro.<sup>39</sup>

Der seit Mitte der 1970er Jahre entstandene marktradikale Neoliberalismus<sup>40</sup> hat durch eine gigantische *Umverteilung der Wertschöpfungen* von den Arbeits- zu den Kapitaleinkünften und eine zunehmende *Privatisierung der Rentensysteme* zu einer enormen weltweiten *Über-*

<sup>38</sup> Zur Funktion, Entstehen und Entwicklung von Finanzinvestoren vergleiche ausführlich: Huffschmid, J., Köppen, M., Rhode, W. (Hrsg.), *Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter? Neue Herausforderungen durch die internationalen Kapitalmärkte*, Hamburg 2007.

<sup>39</sup> Vgl. Kaufmann, S., *Heuschrecken füttern. Immer mehr Reiche vertrauen ihr Vermögen Finanzinvestoren an*, in: *Frankfurter Rundschau* vom 20. Juli 2018, S. 15.

<sup>40</sup> Vgl. Butterwegge, C., Lösch, B., Ptak, R., *Kritik des Neoliberalismus*, Wiesbaden 2007, Schui, H., Ptak, R., Blankenburg, S., Bachmann, G., Kotzur, D., *Wollt ihr den totalen Markt? Der Neoliberalismus und die extreme Rechte*, München 1997.

*schussliquidität* geführt, die an den Finanzmärkten nach ständiger Verwertung sucht.<sup>41</sup> Die Finanzmärkte haben dadurch die Herrschaft an den globalen Märkten übernommen und die Politik hat – völlig kontraproduktiv – die Finanzmärkte fast vollständig liberalisiert. Die Überschussliquidität führt so letztlich zu einer *hochgradigen Spekulation*. „Das ist Verständlich: Wenn die Menge der rentablen produktiven Investitionsgelegenheiten relativ abnimmt, die Menge des Verwertung suchenden Geldes aber zunimmt, dann ist die Spekulation eine Ausweichstrategie, in der sich trotz *Lethargie der Realwirtschaft* doch noch ein Schnäppchen machen lässt. Und wenn man schon mal beim Spekulieren ist, weshalb sollte dann noch die Begrenzung auf bestimmte Aktien oder Anleihen gelten. Weshalb nicht den Kreis der Spekulationsobjekte ausweiten. Es geht ja nicht um die Schaffung von Mehrwert aus der Produktion, sondern um die Vermehrung von Geld durch Handel. Durch schnellen Handel, der schnell auf neue Chancen reagiert und sich schnell aus Krisengebieten zurückzieht.“<sup>42</sup>

Mit dem Zusammenbruch der Weltwirtschaft 2007,<sup>43</sup> ausgelöst an den *spekulativen Finanz- und Immobilienmärkten*, kamen die Finanzinvestoren unter Druck. Die niedrigen Leitzinsen der Notenbanken zwangen sie zu noch *risikoreicheren spekulativen Anlagen*, zumal die Vermögenden kaum etwas von ihrem Reichtum verloren hatten, weil die herrschende Politik den Vermögenden als „privilegierte Komplizen“ (Theodor Adorno, Max Horkheimer) zur Hilfe kam und die *Krisenlasten* auf die „Konten“ *Staatsverschuldung* und *Arbeitslosigkeit* verbucht wurden. Die Notenbanken senkten die Leitzinsen und in Folge stiegen die Aktienkurse auf Höchstwerte und das weiter überschüssige und reichlich vorhandene Geld der Vermögenden ging immer mehr in Investments-, Private Equity- und Hedge-Fonds.<sup>44</sup> Diese wiederum legen das eingesammelte Geld in aufgekaufte Aktien oder Staats- und Unternehmensanleihen an oder kaufen gleich ganze Unternehmen als Anlageobjekte auf.

---

<sup>41</sup> Vgl. Piketty, T., *Das Kapital im 21. Jahrhundert*, München 2014, und speziell für Deutschland: Reuter, N., *Wachstumseuphorie und Verteilungsneutralität*, 2. Aufl., Marburg 2007, Schui, H., *Gerechtere Verteilung wagen!* Hamburg 2009. Arbeitsgruppe Alternative Wirtschaftspolitik, Memorandum 2018: Preis der „schwarzen Null“: Verteilungsdefizite und Versorgungslücken, Köln 2018.

<sup>42</sup> Huffschnid, J., *Internationale Finanzmärkte: Funktionen, Entwicklung, Akteure*, in: Huffschnid, J., Köppen, M., Rhode, W. (Hrsg.), *Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter?*, a.a.O., S. 24.

<sup>43</sup> „Der Vergleich mit der Weltwirtschaftskrise der 30er Jahre des vorigen Jahrhunderts legt zugleich einen anderen Gedanken nahe. Es ist sinnvoll, die Finanzkrise, die im Sommer 2007 offen zutage trat, in Verbindung zu sehen mit der Krise des Aktienmarkts 2000 bis 2003. Beide Krisen hängen eng miteinander zusammen. Die Konjunkturlaute, die aus dem Aktien-Crash entstand, war beispielsweise in Deutschland erst 2006 einigermaßen überwunden. Zwei Jahre (2006 und 2007) Konjunkturaufschwung, das ist außergewöhnlich kurz. Da ist es treffender, nur von einem Zwischenhoch zu sprechen. Beide Krisen sind außerdem aufs Engste durch die Maßnahmen verbunden, mit denen die US-amerikanische Notenbank Fed die erste Krise bekämpfte. Um nach dem Crash am Aktienmarkt die US-Konjunktur zu retten, stimulierte die Notenbank mit rekordniedrigen Zinsen gezielt den *Immobilienmarkt* und sorgte dort für eine Preisblase, deren Platzen der unmittelbare Anlass für die 2007 offen ausbrechende Finanz- und Bankenkrise wurde.“ (Zeise, L., *Ende der Party. Die Explosion im Finanzsektor und die Krise der Weltwirtschaft*, 2. Aufl., Köln 2009, S. 8f.)

<sup>44</sup> Vgl. Huffschnid, J., *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*, 2. Aufl., Hamburg 2002.

Dabei ist es dann sofort nachzuvollziehen, dass Finanzinvestoren auch die *Immobilienwirtschaft*, und hier insbesondere *börsennotierte* Wohnungsunternehmen, wie die *Vonovia SE*, als Anlageobjekt entdecken. Der Vorteil für die Finanzinvestoren ist hier: Sie können jederzeit ihre Beteiligungen an den Börsen wieder abstoßen und weiterziehen, wie „Heuschrecken“. Der Nachteil für die Unternehmen und ihre vielen abhängig Beschäftigten: Die *Eigentumsverhältnisse* in den Unternehmen wechseln ständig. Fragt man die Vorstände börsennotierter Unternehmen, so kennen sie häufig nicht einmal mehr vollständig ihre Eigentümer. Dabei können schon kleine Aktienpakete die Unternehmenspolitik beeinflussen und es droht fast ständig eine feindliche Übernahme durch Konkurrenzunternehmen.

### **3.6 Vonovia, Shareholder-value-Kultur und Unternehmensstrategie**

Günstige Finanzierungsbedingungen durch niedrige Hypothekenzinsen auf Grund der krisenbedingten Niedrigzinspolitik durch die Notenbanken, Bevölkerungswachstum durch Zuwanderung und schwere *wohnungspolitische Fehlentwicklungen* in der Vergangenheit,<sup>45</sup> haben am deutschen Wohnungsmarkt zu Verknappungen mit zum Teil kräftigen Mietpreissteigerungen, insbesondere in Großstädten und Ballungsräumen, geführt. Das Wohnungsangebot ist nicht ausreichend um die Nachfrage zu befriedigen und trotz steigender Mieten und niedriger Zinsen kam es nicht zu einer entsprechenden Angebotsausweitung. Diese allgemeine Entwicklung lockte *Finanzinvestoren* an, die kurzfristig eine maximale Verzinsung ihres angelegten Kapitals anstreben. Dies geht in der Regel mit einer *Shareholder-value-Kultur* einher. Die Shareholder (Aktionäre) des bilanzierten Immobilienvermögens erwarten hier eine hohe *Rendite*, die von der *Vonovia* als Konzern- und Aktiengesellschaft<sup>46</sup> 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 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

---

<sup>45</sup> „Die Bundesrepublik war in den 1990er Jahren von einem durchweg fehlenden Problembewusstsein für die Wohnungsfrage gekennzeichnet. In den alten Bundesländern hatte sich die marktwirtschaftliche ‚Normalisierung‘ der Wohnungswirtschaft in der Abschaffung der Wohnungsgemeinnützigkeit manifestiert. Der Neubau von Sozialwohnungen wurde weitgehend eingestellt. Systembedingt sank die Anzahl der gebundenen Wohnungen, sobald die Förderung auslief. Im Jahr 1988 gab es in Bayern 495.240 Sozialwohnungen, im Jahr 2014 waren es nur mehr 147.078. In Berlin sank die Zahl der Sozialwohnungen im gleichen Zeitraum von 339.828 auf 135.346, in NRW von 1.410.950 auf 488.858.“ Gerhardt, S., Für einen neuen kommunalen Wohnungsbau, in: spw, Heft 226, Ausgabe 3/20018, S. 49

<sup>46</sup> Vgl. Schredelseker, K. Aktiengesellschaft, in: von Eynern, G./Böhret, C., (Hrsg.), Wörterbuch zur politischen Ökonomie, 2. Aufl., Wiesbaden 1977, S. 15ff., Becker, A, Schreiner, P., Die Europäische Aktiengesellschaft (SE) als Rechtsformalternative für Familienunternehmen, Universität Witten/Herdecke 2016

werden.<sup>47</sup> Der Shareholder setzt bei seinem betriebswirtschaftlichen Verhalten ausschließlich auf die Realisierung einer möglichst *kurzfristigen Maximierung der Profitrate* (Gewinn in Relation zum eingesetzten Eigenkapital), die möglichst noch durch einen *Leverage-Effekt*<sup>48</sup> gesteigert („gehebelt“) werden soll. Für den Kauf anderer Unternehmen, wie das bei *Vonovia* dargelegte *externe Unternehmenswachstum* (vgl. Kap. I/3.1) überdeutlich zeigt, setzt das Management nur einen Bruchteil (20 bis 30 Prozent) des Kaufpreises als *Eigenkapital* ein. Für den überwiegenden Teil werden *Kredite* aufgenommen. Der Grund ist nicht, dass den Shareholdern das Geld fehlt, sondern der, dass sie mit billigen Bankkrediten, die gerade zurzeit reiflich verfügbar sind, die *Eigenkapitalrendite* massiv steigern können, jedenfalls solange der Gewinn auf das insgesamt eingesetzte Kapital (Gesamtkapital) höher ist als die Kreditkosten. (...) Dieser Hebeleffekt (Leverage-Effekt) macht die Kreditaufnahme so attraktiv und führt zu der gesamtwirtschaftlich paradoxen Erscheinung, dass die ohnehin schon überreichliche Liquidität auf den Finanzmärkten durch zusätzliche Kredite weiter aufgebläht wird. Überdies steigt so natürlich die Verschuldung des Unternehmens.<sup>49</sup> Das Diktat des Shareholder-value strahlt dabei heute „in der finanzmarktgetriebenen Wirtschaft auf alle Ebenen von Wirtschafts- und Arbeitsbeziehungen aus. Die Leistungskriterien, an denen sich international operierende Konzerne orientieren, werden radikal verändert. Innerhalb der Unternehmen und Betriebe werden kapitalmarktdominierte Systeme der Unternehmenssteuerung durchgesetzt. Vermarktlichung von betrieblichen Steuerungs- und Koordinationsprozessen bedeutet, dass jede operative Einheit marktförmig-finanzwirtschaftlichen Kontrollmechanismen ausgesetzt wird. Wichtigste Instrumente der „finanzialisierten“ Unternehmensführung sind an der Kapitalproduktivität orientierte Ergebnisbewertungen. Sie werden auf alle Geschäftsfelder, Profit- oder Cost-Center heruntergebrochen. Geschäftsbereiche und Cost-Center, die ihre Gewinnvorgaben nicht erreichen, müssen mit Verkauf, Verlagerung oder mindestens Restrukturierung rechnen. Quersubventionierung von Geschäftsfeldern gehört der Vergangenheit an.“<sup>50</sup>

Auch die *Vonovia SE* ist von der Unternehmensstruktur her betrachtet in Geschäftsfelder nach dem Shareholder-value Prinzip eingeteilt. Dazu schreibt das Unternehmen im Geschäftsbe-

---

<sup>47</sup> Sablowski, T., Shareholder value, in: Urban, H.-J. (Hrsg.), ABC zum Neoliberalismus, Von „Agenda 2010“ bis „Zumutbarkeit“, Hamburg 2006, S. 201f.

<sup>48</sup> 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)

<sup>49</sup> Vgl. Huffschnid, J., Internationale Finanzmärkte: Funktionen, Entwicklung, Akteure, in: Huffschnid, J., Köppen, M., Rhode, W. (Hrsg.), Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter?, a.a.O., S. 24.

<sup>50</sup> Köppen, M., Private Equity-Fonds, Von der Investitionsfinanzierung zum Finanzinvestment, in: Huffschnid, J., Köppen, M., Rhode, W. (Hrsg.), Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter?, a.a.O., S. 54.

richt 2017: „Das operative Bewirtschaftungskerngeschäft von *Vonovia* gliedert sich derzeit in sechs regionale Geschäftsbereiche. Diese sind wiederum in *Business Units* unterteilt, die jeweils für durchschnittlich etwa 9.800 Wohneinheiten dezentral vor Ort zuständig sind. Die Organisation der Objektbetreuer-, Handwerker- und Wohnumfeldorganisation folgt ebenfalls einem Regionalprinzip. (...) Die Steuerung des Geschäfts orientiert sich an den strategischen Ansätzen des Unternehmens und erfolgt über die drei Segmente *Bewirtschaftung*, *Value-add Business* und *Vertrieb*.“ „Im Segment *Bewirtschaftung* fassen wir alle Geschäftsaktivitäten zusammen, die auf das *wertsteigernde Management* der Immobilienbestände ausgerichtet sind. Im Segment *Value-add Business* bündeln wir alle kundenorientierten Dienstleistungen, mit denen wir das Kerngeschäft ergänzen. Diese Dienstleistungen haben einen engen Bezug zum Vermietungsgeschäft und/oder beeinflussen dieses. Weiterhin ordnen wir dem *Value-add-Business-Segment* die Aktivitäten der Handwerker- und Wohnumfeldorganisation, die Neubauaktivitäten und das Wohneigentumsverwaltungsgeschäft sowie Versicherungen zu. Das Segment *Vertrieb* leitet sich aus dem aktiven Management unseres Portfolios ab und bündelt alle Immobilienverkäufe aus dem Portfolio. Dazu zählen der Einzelverkauf von Wohnungen aus dem Teilportfolio Privatisierung sowie der Verkauf ganzer Gebäude der Grundstücke aus den Teilportfolios „Non-Strategic“ und „Non-Core“, die gebündelt als „Non-Core“-Verkäufe dargestellt werden.“<sup>51</sup>

Wohnungsbaukonzerne, zumal börsennotierte, gliedern dabei heute alle ihre *Wohnimmobilienportfolios* in strategische Kern- und Wachstumsregionen (unterschieden in *Core<sup>+</sup>*- und *Core*-Regionen) sowie in *Non-Core*-Regionen. *Core<sup>+</sup>-Regionen* sind dynamische Märkte, in denen ein erhebliches *Mietsteigerungspotenzial* sowie ein positives Marktumfeld für Verkäufe gesehen wird. Gekennzeichnet sind diese Märkte durch einen Nachfrageüberhang für Wohnraum. Auf diesen Verkäufermärkten<sup>52</sup> richtet man verstärkt den Fokus auf Akquisitionen. *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. In *Non-Core-Regionen* stagnieren dagegen die Entwicklungen und/oder es liegt eine negative wirtschaftliche Tendenz in der Bewertung der Immobilienbestände vor.

---

<sup>51</sup> Vonovia, Geschäftsbericht 2017 zur Unternehmensstruktur.

<sup>52</sup> 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.

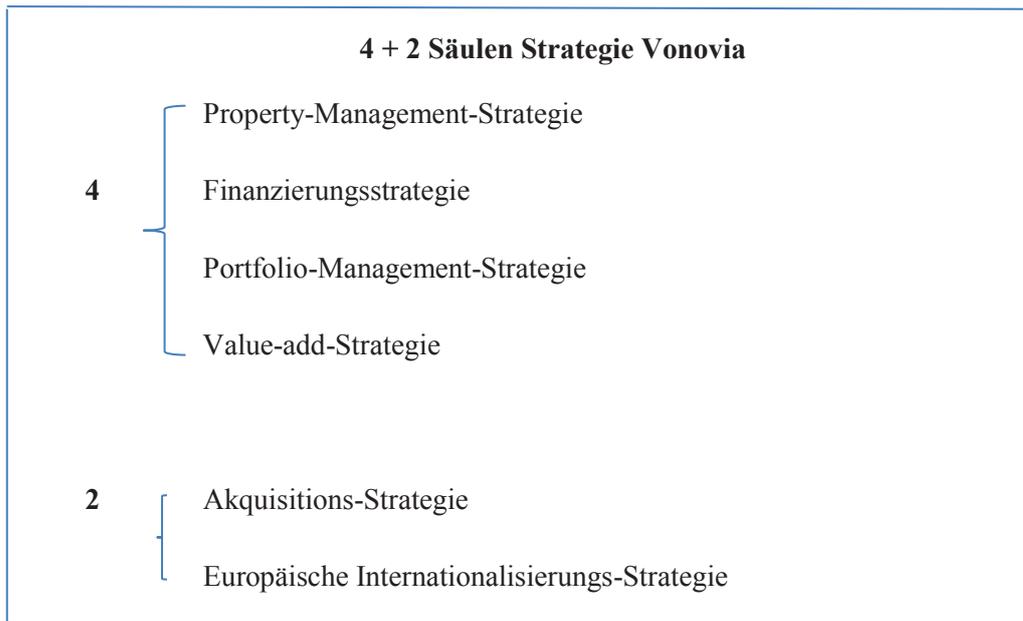
Bezogen auf *Vonovia* zeigt sich hier das vom Vorstand der *Vonovia* entwickelte Bild einer sogenannten „4 + 2 Säulen Strategie“. Dazu gehört als erste Säule die *Property-Management-Strategie*, die als Bewirtschaftungsplattform auf Kundenorientierung setzt. „Ziel der kontinuierlichen Verbesserung der Bewirtschaftungsplattform ist die Steigerung von Qualität und Effizienz im Kundenservice. Die Beherrschung von Komplexität ist dabei oberstes Gebot. Benchmark ist für und dabei die Kennzahl „Kosten pro Einheit (cost per unit/cpu).“<sup>53</sup> Die zweite Säule *Finanzierungsstrategie* verfolgt verschiedene aufeinander abgestimmte Ziele. „Diese sind ausgerichtet auf eine jederzeit ausreichende, aber auch optimierte Liquidität, eine ausgewogene Struktur und Fälligkeit des Fremdkapitals, die Optimierung der Finanzierungskosten und die Sicherstellung des Ratings. Dabei orientieren wir uns an einem optimalen Verschuldungsgrad von rund 40 bis 45 Prozent gemessen an der Maßeinheit ‚*Loan to Value*‘. Aufgrund der breiten Basis an Eigen- und Fremdkapital und des unserer Gesellschaft von der *Ratingagentur Standard & Poor's (S&P)* erteilten Long-Term Corporate Credit Stufe ‚*BBB+*‘<sup>54</sup> verfügt unser Unternehmen über einen sehr guten Zugang zu den internationalen Fremd- und Eigenkapitalmärkten. Damit können wir jederzeit und flexibel Kapital zu günstigen Finanzierungsbedingungen beschaffen, sodass die *Liquidität* von *Vonovia* dauerhaft sichergestellt ist. Dieser umfassende Zugang zu den internationalen Fremd- und Eigenkapitalmärkten stellt für eine deutsche Wohnimmobiliengesellschaft einen klaren strategischen Wettbewerbsvorteil dar. Dies zeigte sich in der jüngsten Vergangenheit auch immer im Kontext der durchgeführten Akquisitionen sowie in den durchgeführten Modernisierungsprogrammen. Ohne den schnellen und freien Zugang zu den Eigenkapital- und Fremdkapitalmärkten wäre die Durchführung dieser Maßnahmen so nicht darstellbar gewesen.“<sup>55</sup>

---

<sup>53</sup> *Vonovia*, Geschäftsbericht 2017, S. 36.

<sup>54</sup> Ratingagenturen bewerten die Kreditwürdigkeit von Unternehmen, Banken, Staaten und Wertpapieren. Die weltweit einflussreichsten Ratingagenturen sind S & P) sowie Moody's und Fitch. Für ihre Bewertungen verwenden die Agenturen Buchstabencodes. Die Skala beginnt mit der Bestnote „AAA“ („Triple-A“), die beispielsweise als Land Deutschland regelmäßig erhält. Es folgen „AA“, „BBB“, „B“, „CCC“, „CC“, „C“ und schließlich „D“. Die einzelnen Stufen können noch mit „+“ oder „-“, feiner unterteilt werden. Ab „BB+“ beginnt der spekulative Bereich, der auch „ramsch“ („Junk“) genannt wird. Eine Einstufung mit „D“ bedeutet, dass der Schuldner zahlungsunfähig ist. „BBB+“ („Lower medium grade“) ist demnach keine besonders gute Bewertung und die oben angeführte Einschätzung des *Vonovia* Vorstands muss als übertrieben eingestuft werden.

<sup>55</sup> *Vonovia*, Geschäftsbericht 2017, S. 36f.



Die dritte strategische Säule unterteilt *Vonovia* als *Portfolio-Management-Strategie* in die Teilportfolios „*Aktives Management*“ und „*Modernisierung*“. „Das Teilportfolio ‚*Modernisierung*‘ bündelt die beiden bisherigen Investitionsteilportfolios ‚Gebäudemodernisierung‘ und ‚Wohnungsmodernisierung‘. Damit lässt sich die stark ausgeweitete Vielfalt der *Vonovia* Investitionsprogramme umfassender abbilden. Die neue Einteilung vermeidet Überschneidungen und bleibt zugleich einfach. Im *Portfolio ‚Strategic‘*, das gemessen am Verkehrswert (*Fair Value*<sup>56</sup>) 92,2 Prozent des Gesamtportfolios repräsentiert, befinden sich Standorte mit überdurchschnittlichem Entwicklungspotenzial. Dafür verfolgen wir eine Strategie der wert erhöhenden Bewirtschaftung,“ schreibt *Vonovia*. „Im Teilportfolio ‚Aktives Management‘ (...) wird die Strategie betrieben, den Wert der Objekte durch *Mietsteigerungen*, Reduzierung der Leerstände sowie nachhaltige Instandhaltungsmaßnahmen weiter zu entwickeln. (...) Das *Portfolio ‚Verkauf‘* enthält Standorte und Objekte, die mittelfristig voraussichtlich unterdurchschnittliche Entwicklungspotenziale im Mietwachstum aufweisen und die im Verhältnis zum Gesamtportfolio und mit Blick auf zukünftige Akquisitionen eher peripher liegen. Somit berühren sie auch keine strategischen Regionen. Die Bestände, die diesem Portfolio zugeordnet sind, unterliegen einer regelmäßigen Überprüfung und bieten zusätzliches Veräußerungspotenzial. (...) Im *Portfolio ‚Privatisierung‘* liegt das Schwerpunktinteresse in der Generie-

<sup>56</sup> Vgl. Coenenberg, A. G., Haller, A., Schultze, W., Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, 24. Aufl., Stuttgart 2016, S. 115ff. und S. 177f.

rung zusätzlichen Mehrwerts durch Verkauf von Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern mit einem Aufschlag gegenüber dem Verkehrswert.“<sup>57</sup>

In der vierten Säule *Value-add-Strategie* ergänzt *Vonovia* das Kerngeschäft um kundenorientierte Dienstleistungen, die in engem Bezug zum Vermietungsgeschäft stehen und/oder dieses beeinflussen. Dazu werden kontinuierlich die zusätzlichen Dienstleistungsansätze zur Steigerung der *Kundenzufriedenheit* überprüft und die passenden Dienstleistungen in das Angebotsspektrum aufgenommen. „Die bereits erfolgreich etablierten Dienstleistungsfelder der Value-add-Strategie umfassen im Wesentlichen die Handwerkerorganisation, die Wohnumfeldorganisation, die Multimedia-Dienste und Messdienstleistungen.“<sup>58</sup> Darüber hinaus, schreibt die *Vonovia* in ihrem Geschäftsbericht 2017, „stoßen wir mit unseren Dienstleistungen gerade in die Bereiche *dezentrale Energieversorgung* und *Home-Automation* vor.“<sup>59</sup>

Extrem fällt bei *Vonovia* die *Akquisitionsstrategie* als fünfte Säule aus. Der Konzern hat in den letzten Jahren überwiegend sein Wachstum *extern* generiert (vgl. Kap. I/3.1). Dennoch betont der Vorstand von *Vonovia*, dass man Unternehmensübernahmen nicht als einzige Form des Wachstums sieht. „Sie sind vielmehr ein wichtiger strategischer Zusatzhebel, der die Wirksamkeit der Kernstrategien verstärkt. Wir verfolgen unsere Akquisitionen auf opportunistischer Basis. Bevor wir sie durchführen, müssen sie als wertsteigernd eingeschätzt werden. Eine solche Wertsteigerung wird in der Regel unter den Gesichtspunkten der strategischen Eignung, der Steigerung der *FFO 1/Aktie*<sup>60</sup> und der Neutralität im Hinblick auf die *NAV/Aktie*<sup>61</sup> beurteilt. Außerdem darf eine Akquisition das stabile *Long-term Corporate Cre-*

---

<sup>57</sup> Vonovia, Geschäftsbericht 2017, S. 37.

<sup>58</sup> „Im August 2012 wurde bekannt, dass die *Deutsche Annington* den Versorgungsvertrag mit Unitymedia gekündigt hat und die Anschlüsse in ihren Wohnungen auf die Deutsche Multimedia Service GmbH (DMSG), eine eigene Tochtergesellschaft, die mit der Deutschen Telekom zusammenarbeitet, umgestellt werden. Im Februar 2013 wurden die ersten 20.000 Haushalte auf einen Kabelanschluss der DMSG umgestellt. Obwohl diese Regelung oft eine Kostenreduzierung für Mieter brachte, die bereits über einen Kabelanschlussvertrag verfügten, erhöhten sich dadurch die Betriebskosten für Mieter, die den Kabelanschluss nicht nutzen. Laut einem Urteil des Amtsgerichts Dortmund vom 13. März 2014 (AZ 433 C 5966/13) dürfen jedoch die Kosten für die Kabelversorgung nicht auf die Betriebskosten umgelegt werden, sofern im Mietvertrag geregelt ist, dass der Vermieter keinerlei Empfangsmöglichkeiten zur Verfügung stellt und der Mieter einen gesonderten Vertrag abschließen könnte“ (Wikipedia 04.08.2018).

<sup>59</sup> Vonovia, Geschäftsbericht 2017, S. 37.

<sup>60</sup> Der *FFO 1 (Funds from Operations)* stellt eine an den verfügbaren Cashflow aus operativer Tätigkeit angelehnte Kennzahl dar. Neben dem bereinigten EBITDA (Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Wertminderungen, Zu- und Abschreibungen (einschließlich der Erträge aus übrigen Beteiligungen), das um Sondereinflüsse, um den Nettoertrag aus Bewertungen für Investment Properties bereinigt wurde, werden im FFO die wiederkehrenden zahlungswirksamen Nettozinsaufwendungen aus originären Finanzinstrumenten sowie Ertragsteuern berücksichtigt. Die Kennzahl FFO 1 wird nicht auf Basis einer besonderen internationalen Rechnungslegungsvorschrift ermittelt, sondern ist als Ergänzung zu den anderen, gemäß IFRS, ermittelten Ergebniskennzahlen zu sehen.

<sup>61</sup> Der *NAV (Net Asset Value)* wird als Indikator für das langfristige Eigenkapital herangezogen und auf Basis des Nettoeinkommens bei Abzug des Verkehrs-/Marktwerts von derivativen Finanzinstrumenten (netto) und von latenten Steuern errechnet.

dit Rating (Loan to Value (LTV))<sup>62</sup> auf Niveau ‚BBB+‘ nicht gefährden. Trotz Verknappung des Angebots an attraktiven Portfolios bleibt *Vonovia* aktiv in der Umsetzung der Akquisitionsstrategie, da nach wie vor Möglichkeiten für erfolgreiche Übernahmen und Integrationen bestehen.<sup>63</sup>

Die abschließende sechste Strategie-Säule umfasst eine *Europäische Internationalisierungsstrategie*. Dazu führt die *Vonovia* aus: „Der deutsche Wohnungsmarkt hat sich seit der Liberalisierung in den vergangenen rund 20 Jahren deutlich professionalisiert. Die meisten europäischen Märkte sind noch so organisiert wie der Markt in Deutschland vor 20 Jahren. (...) Die Erfahrungen und das Know-how als führendes deutsches Wohnimmobilienunternehmen dienen uns als Referenz, um durch ein Engagement auf anderen europäischen Märkten Mehrwert zu generieren. *Potenzielle Zielmärkte* sind diejenigen, bei denen die Professionalisierung noch hinter derjenigen des deutschen Wohnungsmarktes zurückliegt und solche, bei denen *Mietmarktwachstum* und *Haushaltswachstum* attraktive Rahmenbedingungen bieten.“<sup>64</sup> Dabei, schreibt der Vorstand der *Vonovia*, darf aber das Auslandsengagement nicht das *heimische Geschäft beeinträchtigen* und es muss ein „beherrschbares bzw. begrenztes Risikopotenzial aufweisen.“ Dazu sucht die *Vonovia* „erstklassige und verlässliche *Joint-Venture-Partner*.“ „Hierzu werden Kontakte zu europäischen Partnerunternehmen, entsprechenden Investoren oder politischen Institutionen geknüpft, die dabei helfen Investitionsmöglichkeiten, Kooperationsmöglichkeiten und Markteinstiegsoptionen genau zu prüfen. Die Internationalisierungsstrategie verfolgt *Vonovia* auf opportunistischer Basis.“<sup>65</sup>

Beurteilt man vor diesem *gesamten Strategie-Hintergrund* den *FFO 1* (Funds from Operations) von 2012 bis 2017, so zeigt sich hier eine mehr als beachtliche Zunahme von 169,9 auf 920,8 Millionen Euro, um 442,0 Prozent! Auch der *FFO 1 pro Aktie* legte von 0,85 auf 1,90 Euro, um 123,5 Prozent stark zu (zur differenzierten Entwicklung vergleiche Tab. 7).

---

<sup>62</sup> LTV-Ratio (Loan-to Value-Ratio). Die Beleihungsquote (LTV-Ratio) ist das Verhältnis des Nominalwerts von Finanzverbindlichkeiten (ohne EK02-Steuer-schulden), abzüglich Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente, zur Summe der Investment Properties, Vorratsimmobilien, selbst genutzten Immobilien sowie zur Veräußerung gehaltene Immobilien zu den angegebenen Stichtagen.

<sup>63</sup> *Vonovia* Geschäftsbericht 2017, S. 38.

<sup>64</sup> Ebenda, S. 38.

<sup>65</sup> Ebenda, S. 38f.

Tab. 7: Entwicklung Vonovia Funds from Operations (FFO 1)

Entwicklung Vonovia Funds from Operations (FFO 1)							
in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Veränderung 2012 - 2017 in v.H.
<b>Periodenergebnis (Gewinn nach Ertragssteuern)</b>	<b>172,2</b>	<b>484,2</b>	<b>409,7</b>	<b>994,7</b>	<b>2.512,9</b>	<b>2.566,9</b>	<b>1.390,7</b>
Finanzergebnis*	433,9	288,3	274,9	414,0	433,0	326,3	-24,8
Ertragssteuern	43,6	205,4	179,4	739,8	1.346,9	1.440,5	3.203,9
Abschreibungen	6,1	6,8	7,4	13,4	27,0	372,2	6.001,6
Ergebnis aus der Bewertung von Investment Properties	-205,6	-553,7	-371,1	-1.323,5	-3.236,1	-3.434,1	1.570,3
<b>EBITDA (IFRS)</b>	<b>450,2</b>	<b>431,0</b>	<b>500,3</b>	<b>838,4</b>	<b>1.083,7</b>	<b>1.271,8</b>	<b>182,5</b>
Sondereinflüsse	21,2	48,4	54	209,4	94,5	86,9	309,9
Effekte aus der Veräußerung gehaltenen Immobilien	2,6	-9,0	-0,3	-18,7	17,9	-10,7	-511,5
Finanzerträge aus Beteiligungen an anderen Wohnungsunternehmen					-9,6	-13,0	
<b>Bereinigtes EBITDA</b>	<b>474,0</b>	<b>470,4</b>	<b>554,0</b>	<b>1.029,1</b>	<b>1.186,5</b>	<b>1.335,0</b>	<b>181,6</b>
Bereinigtes EBITDA Vertrieb	-36,7	-27,7	-50,1	-71,1	-92,5	-110,8	201,9
<b>Bereinigtes EBITA Operations</b>	<b>437,3</b>	<b>442,7</b>	<b>503,9</b>	<b>958,0</b>	<b>1.094,0</b>	<b>1.224,2</b>	<b>179,9</b>
Zinsaufwand FFO**	-265,3	-210,7	-209,3	-339,8	-322,7	-287,5	8,4
Laufende Ertragssteuern FFO 1	-2,1	-8,5	-8,0	-10,2	-10,5	-15,9	657,1
<b>FFO 1</b>	<b>169,9</b>	<b>223,5</b>	<b>286,6</b>	<b>608,0</b>	<b>760,8</b>	<b>920,8</b>	<b>442,0</b>
<b>FFO 1 pro Aktie in Euro</b>	<b>0,85</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,30</b>	<b>1,63</b>	<b>1,90</b>	<b>123,5</b>
*Ohne Erträge aus Beteiligungen							
** Inkl. Finanzerträge aus Beteiligungen an anderen Wohnungsunternehmen							
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia							

Tab. 8: Entwicklung Vonovia Nettovermögensdarstellung (NAV)

Entwicklung Vonovia Nettovermögensdarstellung (NAV)							
in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Veränderung 2012 - 2017 in v.H.
<b>Eigenkapital der Anteilseigner von Vonovia</b>	<b>2.666,4</b>	<b>3.805,5</b>	<b>4.932,6</b>	<b>10.620,50</b>	<b>12.467,8</b>	<b>15.080,8</b>	<b>465,6</b>
Latente Steuern auf Investment Properties/zur Veräußerung gehaltene Immobilien			1.581,0	3.241,20	4.550,30	6.185,70	
Zeitwert der derivativen Finanzinstrumente*	67,1	54,7	88,1	169,9	44,4	26,9	-59,9
Latente Steuern auf derivative Finanzinstrumente	715,4	922	-23,7	-43,4	-15,4	-8,8	-101,2
<b>EPRA NAV</b>	<b>3.448,9</b>	<b>4.782,2</b>	<b>6.578,0</b>	<b>13.988,2</b>	<b>17.047,1</b>	<b>21.284,6</b>	<b>517,1</b>
Goodwill			-106,0	-2.714,70	-2.718,9	-2613,5	
<b>Bereinigter NAV</b>	<b>3.448,9</b>	<b>4.782,2</b>	<b>6.472,0</b>	<b>11.273,5</b>	<b>14.328,2</b>	<b>18.671,1</b>	<b>441,4</b>
<b>EPRA NAV pro Aktie in Euro**</b>	<b>17,24</b>	<b>21,33</b>	<b>23,04</b>	<b>30,02</b>	<b>36,58</b>	<b>43,88</b>	<b>154,5</b>
<b>Bereinigter NAV pro Aktie in Euro**</b>	<b>17,24</b>	<b>21,33</b>	<b>22,67</b>	<b>24,19</b>	<b>30,75</b>	<b>38,49</b>	<b>123,3</b>
*Bereinigt um Effekte aus Fremdwährungsswaps							
**Basierend auf den zum Stichtag dividendenberechtigten Aktien							
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia							

Tab. 9: **Entwicklung Vonovia Loan to Value (LTV)**

Entwicklung Vonovia Loan to Value (LTV)							
in Mio. Euro	2013	2014	2015	2016	2017	Veränderung 2012-2017 in v.H.	
Originäre finanzielle Verbindlichkeiten	5.594,8	6.664,8	14.939,9	13.371,0	14.060,5	151,3	
Fremdwährungseffekte	14,7	-84,0	-179,4	-209,9	-23,5	-259,9	
Liquide Mittel	-547,8	-1.564,8	-3.107,9	-1.540,8	-266,2	-51,4	
<b>Netto-Schulden</b>	<b>5.061,7</b>	<b>5.016,0</b>	<b>11.652,6</b>	<b>11.620,3</b>	<b>13.770,8</b>	172,1	
Vorgehaltene Mittel für Franconia Ankauf		322,5					
Vorgehaltene Mittel für GAGFAH Ankauf		1.000,0					
Ausstehende Verkaufserlöse Paketverkäufe			-244,5				
Zusätzlicher Kaufpreis für ausstehende Ankäufe			134,9				
Forderungen aus Verkäufen				-135,4	-201,2		
Abgegangene Mittel Aktienkäufe			-12,1				
<b>Bereinigte Netto-Schulden</b>	<b>5.061,7</b>	<b>6.338,5</b>	<b>11.530,9</b>	<b>11.484,9</b>	<b>13.569,6</b>	168,1	
Verkehrs-/Marktwert des Immobilienbestandes	10.327	12.759	24.158	27.116	33.436	223,8	
Verkehrswert ausstehender Ankäufe			240,0				
Beteiligungen an anderen Wohnungsunternehmen				503,1	642,2		
<b>Bereinigter Verkehrs-/Marktwert des Immobilienbestandes</b>	<b>10.326,7</b>	<b>12.759,1</b>	<b>24.397,7</b>	<b>27.618,7</b>	<b>34.078,5</b>	230,0	
<b>Loan to Value (LTV) in v.H. Bereinigte Netto Schulden : Bereinigter Verkehrs-/Marktwert</b>	<b>49,0</b>	<b>49,7</b>	<b>47,3</b>	<b>41,6</b>	<b>39,8</b>	<b>-9,2</b>	
Quelle: Auswertung Vonovia Geschäftsberichte							

Auch der Indikator *NAV (Net Asset Value)* stieg von 2012 bis 2017 von 3.448,9 auf 18.671,1 Millionen Euro, um 441,4 Prozent! mächtig an. Dadurch konnte ebenso im gleichen Zeitraum der bereinigte *NAV pro Aktie* von 17,24 auf 38,49 Euro, um 123,3 Prozent zulegen (vgl. Tab. 8). Ebenso positiv entwickelte sich die *Beleihungsquote (LTV-Ratio (Loan-to-Value-Ratio))* von 2013 bis 2017 mit einer abnehmenden Tendenz. Die Relation aus bereinigten Netto-Schulden und bereinigtem Verkehrs-/Marktwert des Immobilienbestandes ging von 49,0 auf 39,8 Prozent, um 9,2 Prozentpunkte stark zurück. Dabei stiegen zwar die bereinigten *Netto-Schulden* der *Vonovia* von 470,1 auf 13.569,6 Millionen Euro, um 168,1 Prozent. Dafür nahm aber auch der bereinigte Verkehrs-/Marktwert des Immobilienbestandes im gleichen Zeitraum von 10.326,7 auf 33.436,3 Millionen Euro zu, um 230,0 Prozent (vgl. Tab. 9).

### 3.7 Mieterkritik an der Geschäftspolitik von Vonovia

Die zuvor aufgezeigten und sich widersprechenden Befunde hinsichtlich der Höhe des Mietpreises und der Miet-Brutto-Rendite haben hochwahrscheinlich mit der jeweiligen gesamten Performance der Immobilien (Bausubstanz, dem wohnlichen Umfeld und der Höhe der Bestandsmieten) zu tun. Die einmal festgelegte Miethöhe wird in den „schlechten Immobilien“

eben nicht ihrem Zustand entsprechend nach unten angepasst, sondern verharret auf ihrem Niveau. Dieses ist zwar wesentlich geringer als das Mietpreisniveau bei den „guten Immobilien“, wo dann aber offensichtlich der Mietpreis in Relation zur gesamten Performance der Immobilie zu niedrig ausfällt. Die dazu vom Management vorgenommenen und aufgezeigten *Anlagestrategien* (vgl. Kap. I/3.6) zur Mietpreisanpassung verursachen bei den Mietern *Stress und Ärger* mit der Vonovia.

So wurde schon der *Deutsche Annington* vorgeworfen, sie würde die Interessen der Mieter aufgrund ihres ausgeprägten *Gewinnstrebens* vernachlässigen. Der *WDR* sah sich veranlaßt am 17. November 2014 eine eigene Dokumentation in der Reihe „Die Story“ unter dem Titel „Die Akte Annington“ im Fernsehen auszustrahlen. Dabei wurde der Annington von Mietervereinen eine mangelhafte Instandhaltung von Wohnungen attestiert – bestätigt von einem Gutachten der *Enquete-Kommission „Wohnungswirtschaftlicher Wandel und Neue Finanzinvestoren auf den Wohnungsmärkten in NRW“*.

Bei der *Instandhaltung* gibt es grundsätzlich immer wieder heftigen Streit zwischen Wohnungsunternehmen und Mietern, insbesondere mit börsennotierten Wohnungsunternehmen, bei der Abgrenzung zur *Modernisierung*, weil sich nur letztere als Sanierungskosten (z.B. aus energetischen Gründen) auf den Mietpreis auswirken dürfen. Instandhaltung (Reparaturkosten) eben nicht. So wehrten sich gerade 2018 in Konstanz Mieter der *Vonovia* heftig gegen eine geplante Modernisierung ihrer Häuser, die sie als „überflüssig“ kritisierten, und die mit beträchtlichen Mieterhöhungen verbunden sein sollten. Die Instandsetzung der nach Angaben der Mieter maroden und gesundheitsgefährdenden Wasserversorgung in den Häusern würde hingegen durch *Vonovia* vernachlässigt. Der *Gemeinderat der Stadt Konstanz* schloss sich diesem Protest am 26. Juni 2018 in einer Erklärung an. Auch warnte jüngst Reinold von Thadden, Leiter der Rechtsabteilung des *Deutschen Mieterbundes Hannover*, vor den Methoden der Vonovia im Zusammenhang mit Modernisierungs- und Mieterhöhungsankündigungen von Immobilien in Hannover. *Vonovia* betreibe „Modernisierung als Geschäft (...und will) damit Gewinne machen.“<sup>66</sup>

Der reine *Modernisierungsaufwand* darf nur bis zu maximal 11 Prozent auf die Miete umgelegt werden. Als Mieter hat man demnach nicht die gesamten Kosten der Modernisierung zu tragen, sondern nur anteilig und auch nur die direkten Aufwendungen für die Sanierungsarbeiten. Indirekte Kosten, wie Zinsen für Kredite, anfallende Verwaltungskosten, Erschließungs-

---

<sup>66</sup> Neue Presse Hannover vom 5. Juli 2018, S. 14.

kosten für Straßenbaumaßnahmen, Mietausfälle durch während der Baumaßnahme unwohnbare Wohnungen sind dabei strikt ausgenommen. Aber im Ergebnis kommt es natürlich nach einer Modernisierung immer zu einer Mietpreiserhöhung, die aus Sicht des Mieters immer ärgerlich ist. Vor allen Dingen dann, wenn es sich um sozial schwache Mieter mit einem nur geringen Einkommen handelt.

Außerdem wurde schon gegenüber der *Annington* und wird auch gegen *Vonovia* Kritik wegen nicht nachvollziehbarer und intransparenter *Nebenkostenabrechnungen* geäußert. Nebenkosten können bekanntermaßen nicht beliebig auf den Mieter umgelegt werden. Maßgebend ist vor allem der Katalog der *Betriebskostenverordnung* und außerdem Vereinbarungen im Mietvertrag. Bei einigen Positionen erlaubt der Gesetzgeber Flexibilität, jedoch in engen Grenzen. Mit ihren Problemen bei Nebenkostenabrechnungen unterscheiden sich börsennotierte Unternehmen, wie *Vonovia*, aber nicht sehr von anderen Vermietern. Dies ergab eine Untersuchung des *Deutschen Mieterbundes (DMB)*, denn laut Beratungsstatistik sind die Nebenkosten mit 33,9 Prozent das häufigste Beratungsthema.<sup>67</sup>

Auch klagen viele Mieter darüber, dass *Vonovia* den Mieterhöhungsspielraum voll ausschöpfe, gegen *Mietspiegel* klage und neuerdings *drei Vergleichsmieten* aus dem eigenen Immobilienbestand auswähle, die jeweils deutlich über der ortüblichen Miete gelegen hätten, um so höhere Mietpreise am Markt durchzusetzen. Wo früher Hausmeister und Immobilienkaufleute sich um die Belange der Mieter gekümmert hätten, arbeiteten heute *Objektbetreuer* und *Call-Center-Beschäftigte*. Dadurch sei das Verhältnis zwischen *Vonovia* und den Mietern unpersönlicher geworden. Dies deckt sich mit bzw. erklärt sich aus der *Unternehmensstruktur* der *Vonovia*: Hierzu heißt es im Geschäftsbericht 2017: „Zur Wahrnehmung seiner Managementfunktionen hat *Vonovia* eine Reihe von Servicegesellschaften gegründet, insbesondere für die kaufmännischen und operativen Unterstützungsfunktionen, die zentral in Shared-Service-Centern zusammengefasst sind. Durch die Bündelung von Unternehmensfunktionen auf einer einheitlichen Bewirtschaftungsplattform erzielt *Vonovia* Harmonisierungs-, Standardisierungs- und Skaleneffekte und erspart somit den Konzerngesellschaften das Unterhalten eigener Funktionen. Erst diese Bündelung ist die Basis für eine erfolgreiche Digitalisierung der Prozesskette.“<sup>68</sup> Da bleibt dann natürlich das „Persönliche“ voll auf der Strecke, was die Mieter beklagen.

---

<sup>67</sup> Vgl. <http://www.mieterbund.de/dmb/beratungsstatistik>

<sup>68</sup> *Vonovia*, Geschäftsbericht 2017.

Widersprüchlich ist dabei die Wahrnehmung des *Vonovia-Vorstands* (zum Vorstand vgl. ausführlich Kap. II/8.5), der fest davon überzeugt ist, dass der *neue unternehmensstrukturelle Ansatz* bestens funktioniert, wenn er schreibt, „dass mit unserer Strategie nicht weniger als die bis dahin vermeintlich gegenläufigen Interessen unserer Zielgruppen sich so miteinander vereinen, dass alle davon profitieren: unsere Kapitalgeber, unsere Mieter, unsere Mitarbeiter und auch die Gesellschaft. (...) Wir zeigen Quartal für Quartal, dass man Wohnimmobilien nicht auch durch Kundenorientierung, sondern gerade durch sie langfristig erfolgreich bewirtschaften kann.“<sup>69</sup> Die Prämisse dafür sieht dann aber der *Vorstand der Vonovia* wiederum nur einseitig in einem „unternehmerischen Vorgehen“, um „Effizienzpotenziale nutzen, kreativ sein und die kaufmännischen Möglichkeiten ausschöpfen“ zu können.

## II Bilanzanalyse der Vonovia SE

### 1. Wirtschaftliche Entwicklung und Substanz der Vonovia SE

#### 1.1 Allgemeine Bilanz-Bewertungsgrundsätze

Die Umsetzung der *Geschäftsstrategie der Vonovia SE* zeigt sich im wirtschaftlichen Ergebnis, dass der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz zu entnehmen ist. Hier wird im Folgenden auf die veröffentlichten Konzern-Jahresabschlüsse der *Vonovia SE* für die Jahre 2012 bis 2017 eingegangen bzw. Bezug genommen. Die Konzernjahresabschlüsse wurden dabei gemäß den *International Financial Reporting Standards* („IFRS“)<sup>70</sup> und dem *Gesamtkostenverfahren*<sup>71</sup> erstellt. Der deutsche Gesetzgeber lässt die IFRS seit 1998 für den *Konzernabschluss* zu (nicht für den Einzelabschluss), ohne dass dazu ein paralleler Abschluss nach *deutschen handelsrechtlichen Vorschriften gemäß HGB* vorzunehmen ist. Damit ist die Politik den international und *kapitalmarktorientiert agierenden Konzernen*<sup>72</sup> entgegengekommen. Angeblich um mehr Transparenz und Vergleichbarkeit zwischen den ansonsten nach jeweils nationalem Recht bilanzierenden Unternehmen herzustellen.

---

<sup>69</sup> Vonovia, Geschäftsbericht 2017, Brief des Vorstandes.

<sup>70</sup> 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.

<sup>71</sup> Vgl. Coenenberg, Adolf G., Jahresabschluss- und Jahresabschlussanalyse. Betriebswirtschaftliche, handels- und steuerrechtliche Grundlagen, 9. Aufl., 1987, S. 286f.

<sup>72</sup> Die IFRS werden dabei von zahlreichen Ländern, zumindest für *kapitalmarktorientierte Unternehmen*, wie die *Vonovia*, vorgeschrieben. Dies gilt auch in Deutschland, wenn die Voraussetzungen des § 315e Abs.1 oder Abs. 2 HGB vorliegen. Ein Wahlrecht zur Konzernrechnungslegung nach internationalen Standards wie IFRS oder US-GAPP (Generally Accepted Accounting Principles) gewährt § 315e Abs. 3 HGB nur für nicht kapitalmarktorientierte Konzerne.

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.“<sup>73</sup> 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.“<sup>74</sup>

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 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/oder eine Überbewer-

---

<sup>73</sup> Coenenberg, Adolf G., Jahresabschluss- und Jahresabschlussanalyse, a.a.O., S. 43.

<sup>74</sup> Ebenda, S. 41f.

tung des Kapitals werden somit nach IFRS weitgehend vermieden. Die *Gewinne* sollen für die *Shareholder* offengelegt und damit *ausschüttungsmöglich* gemacht werden.

Konkret werden die Jahresabschlüsse der *Vonovia SE* nach IFRS und ergänzend im Sinne von § 315e Absatz 1 HGB erstellt. Der Konzernabschluss basiert dabei auf fortgeführte Anschaffungs- und Herstellungskosten mit der wesentlichen Ausnahme von *Investment Properties* zur Veräußerung gehaltener Vermögenswerte. Hier erfolgt eine *Fair Value Bewertung* bei der ein Betrag festgelegt wird, zu dem ein Vermögenswert zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern getauscht oder eine Verpflichtung beglichen wird (Markt- oder Verkehrswert). Das heißt bezogen auf *Vonovia*, dass die als *Finanzinvestitionen* gehaltenen Immobilien (*Investment Properties*) nach dem „*Modell des beizulegenden Zeitwertes*“ bewertet werden.

## **1.2 Investments Properties und Vonovia-Bewertungsergebnis**

Im Geschäftsbericht 2017 führt *Vonovia* zur bilanziellen Bewertung aus: „Wenn *Vonovia* Immobilien erwirbt – sei es durch einen Unternehmenszusammenschluss oder separat – werden diese unter Berücksichtigung der beabsichtigten Nutzung entweder als *Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien* („*Investment Properties*“) oder als selbst genutzte Immobilien klassifiziert. *Investment Properties* sind Immobilien, die zur Erzielung von Mieteinnahmen oder zum Zwecke der Wertsteigerung gehalten und nicht selbst genutzt oder zum Verkauf im Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit gehalten werden. Zu den *Investment Properties* zählen unbebaute Grundstücke, Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte mit Bauten und Grundstücke mit Erbbaurechten Dritter. Ebenfalls als *Investment Properties* klassifiziert werden Immobilien, die im Rahmen eines Finanzierungsleasings entsprechend IAS 17 ‚Leasingverhältnisse‘ aktiviert werden und der Definition der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien entsprechen. *Investment Properties* werden bei Zugang mit ihren *Anschaffungs- oder Herstellungskosten* bewertet. Transaktionskosten, wie z.B. Honorare und Gebühren für Rechtsberatung oder Grunderwerbsteuern, werden bei der erstmaligen Bewertung mit einbezogen. Werden Immobilien im Rahmen eines Unternehmenszusammenschlusses erworben und handelt es sich dabei um einen Geschäftsbetrieb, erfolgt die Bilanzierung entsprechend den Regelungen des IFRS 3. *Transaktionskosten* werden dabei als *Aufwand* erfasst. Immobilien, die im Rahmen eines Finanzierungsleasings gehalten werden, werden erstmalig zum beizulegenden Zeitwert der Immobilie bzw. zum Barwert der Mindestleasingzahlungen, sofern dieser Wert niedriger ist, erfasst. Nach erstmaligem Ansatz werden *Investment Properties*

zum *beizulegenden Zeitwert* bewertet. Änderungen werden erfolgswirksam in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst.“<sup>75</sup>

Die bewerteten Zuschreibungen auf die Immobilienbestände erfolgen dabei nach einem *Discount Cashflow-Verfahren (DCF-Methode)* durch einen *externen Gutachter* (die *CBRE GmbH*<sup>76</sup>), indem die zukünftigen Einnahmen und Ausgaben einer Immobilie (marktbewertet) über zehn Jahre hochgerechnet und dann deren *Barwerte* bestimmt wird. Diese Werte werden jährlich immer neu angepasst. Dabei spielen dann natürlich auch der in die Berechnung einfließende *Kapitalisierungszinssatz* bzw. *Diskontierungszins* zur Determinierung des jeweiligen Barwerts eine wichtige Rolle. Je niedriger (höher) der Zins hier in die Rechnung eingebracht wird, umso höher (niedriger) fallen der Barwert und damit der Immobilienwert aus (siehe die folgende Beispielrechnung).

#### Beispielrechnung:

---

Kapitalwert als Immobilienwert 100.000 Euro, Zins 3 Prozent, diskontiert über 10 Jahre

$$\text{Barwert} = \frac{K_n}{q^n} = \frac{100.000}{1,03^{10}} = 74.409,39 \text{ Euro}$$

Kapitalwert 100.000 Euro, Zins 5 Prozent, diskontiert über 10 Jahre

$$\text{Barwert} = \frac{K_n}{q^n} = \frac{100.000}{1,05^{10}} = 61.391,33 \text{ Euro}$$

---

Bei einem niedrigen Zins, der zurzeit durch das allgemeine Niedrigzinsumfeld gegeben ist, kommt es also zu *steigenden Immobilienwerten (Investment Properties)* in der Bilanz. Dies hat aber auch Nachteile: Durch den gestiegenen (hochgerechneten und abgezinsten) Immobilienwert in der Bilanz steigt gleichzeitig der *Mietmultiplikator* und dadurch sinken die *Miet-Brutto-Renditen* (vgl. dazu ausführlich Kap. I/3.4).

Im Bestätigungsvermerk des *Wirtschaftsprüfers (KPMG)* zum *Konzern-Jahresabschluss 2017* der *Vonovia SE* heißt es: „Vonovia ermittelt die beizulegenden Zeitwerte der deutschen Bestände mit einem *unternehmensinternen Bewertungsmodell*. Die Ermittlung erfolgt über einen Discounted-Cashflow (DCF)-Verfahren auf Basis von homogenen Bewertungseinheiten, in

---

<sup>75</sup> Vonovia Geschäftsbericht 2016, S. 117.

<sup>76</sup> Die CBRE Group, Inc. mit Hauptsitz in Los Angeles, ist das weltweit größte Dienstleistungsunternehmen auf dem gewerblichen Immobiliensektor mit 75.000 Beschäftigten in mehr als 450 Büros weltweit. Seit 1973 ist CBRE Deutschland mit seiner Zentrale in Frankfurt a.M. vertreten. Weitere Büros befinden sich in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Köln, Essen und München. Die Dienstleistungsschwerpunkte von CBRE in Deutschland umfassen die Bereiche Agency, Building Consultancy, Capital Markets, Global Workplace Solutions, Hotels, Industrial/Logistics, Asset Services, Public Advisory Services, Research, Retail und Valuation.

denen wirtschaftlich zusammenhängende und vergleichbare Grundstücke und Gebäude zusammengefasst werden. Zusätzlich wird durch einen unabhängigen Gutachter (CBRE) ein Bewertungsgutachten erstellt, das der Bestätigung der internen Bewertungsergebnisse dient. Der *Bewertung der Investment-Properties* ist komplex und es fließen zahlreiche bewertungsrelevante Annahmen und Parameter ein, die mit *erheblichen Schätzunsicherheiten* und *Ermessen* verbunden sind. Bereits geringe Änderungen der bewertungsrelevanten Annahmen und Parameter können zu *wesentlichen Änderungen der resultierenden beizulegenden Zeitwerte* führen. Die bedeutsamsten Annahmen und Parameter im abgelaufenen Geschäftsjahr waren die *Marktmieten* einschließlich der *erwarteten Mietpreisentwicklung* und die Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssätze. Bei der Entwicklung der Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssätze berücksichtigt *Vonovia* unter anderem die unterschiedliche Dynamik der Immobilienkaufpreis- und Mietpreisentwicklung (Yield Compression). Aufgrund der bestehenden Schätzunsicherheiten und Ermessensbehaftung besteht das *Risiko für den Konzernabschluss*, dass die beizulegenden Zeitwerte der in Deutschland gelegenen *Investments Properties* nicht angemessen sind. Darüber hinaus besteht das Risiko für den Konzernabschluss, dass die nach IAS 40 und IFRS 13 für die *Investments Properties* erforderlichen Anhangangaben nicht vollständig und angemessen sind.<sup>77</sup>

Trotz dieser erheblichen *Bewertungsrisiken* in den *Investment Properties* bescheinigt der Wirtschaftsprüfer der *Vonovia* ein „sachgerechtes Bewertungsverfahren (...), das geeignet ist, *IFRS-konforme beizulegende Zeitwerte* zu ermitteln. Die der Bewertung der *Investment Properties* zugrunde liegenden Annahmen und Parameter sind angemessen. Die im Konzernanhang nach IAS 40 und IFRS 13 für die *Investments Properties* gemachten Angaben sind vollständig und angemessen.“<sup>78</sup> Dabei verschweigt der Wirtschaftsprüfer jedoch, dass, wie dargelegt, eine solche marktbezogene *Zeitwertermittlung* zur Bilanzierung von Vermögenswerten nach HGB und deutschem Steuerrecht nicht möglich ist.

---

<sup>77</sup> Vonovia, Geschäftsbericht 2017, S. 221.

<sup>78</sup> Ebenda, S. 222.

Tab. 10: **Investment Properties Vonovia SE**

Investment Properties Vonovia SE						
in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Stand 01. Januar</b>	<b>9.893,8</b>	<b>9.843,6</b>	<b>10.266,4</b>	<b>12.687,2</b>	<b>23.431,3</b>	<b>26.980,3</b>
Zugang Unternehmenskäufe			2.049,3	9.817,9		2.469,6
Zugänge aus Erwerb Franconia-Portfolio				298,1		
Zugänge	3,5	0,9	13,0	41,8	304,8	307,2
Aktivierte Modernisierungskosten	89,4	90,8	197,9	433,5	518,8	771,8
Erhaltene Zuschüsse		-2,0	-1,2	-0,7	-1,2	-0,6
Sonstige Umbuchungen				22,3		
Umbuchungen von Sachanlagen	0,2	1,1	1,1	0,7	14,1	18,0
Umbuchungen zu Sachanlagen	-5,4	-3,4	-1,2	-4,0	-27,1	-12,9
Umbuchungen von zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte			1,3	0,1	0,1	2,5
Umbuchungen in zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte	-243,7	-124,7	-124,5	-859,4	-230,8	-471,4
Abgänge	-116,9	-117,9	-111,1	-381,4	-317,0	-396,5
<b>Ergebnis aus der Bewertung von Investment Properties</b>	<b>205,6</b>	<b>553,7</b>	<b>371,1</b>	<b>1.323,5</b>	<b>3.236,1</b>	<b>3.434,1</b>
Wertveränderung der zur Veräußerung gehaltenen Immobilien	17,1	24,3	25,1	51,7	51,2	81,1
Wertveränderung aus Währungsumrechnung						-0,4
<b>Stand 31. Dezember</b>	<b>9.843,6</b>	<b>10.266,4</b>	<b>12.687,2</b>	<b>23.431,3</b>	<b>26.980,3</b>	<b>33.182,8</b>
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia SE						

So führte die Bewertung der *Investment Properties* beispielsweise im Geschäftsjahr 2017 saldiert zu einem *Buch-Gewinn-Ergebnis* in Höhe von 3.434,1 Millionen Euro. Das hohe *Bewertungsergebnis* beruht dabei, neben der *Entwicklung des operativen Geschäftes* von Vonovia im Wesentlichen auf der aktuell hohen *Marktdynamik bei Wohnimmobilien* in Deutschland. Diese zeigt sich sowohl in *Mietpreissteigerungen* als auch in der *Steigerung der Immobilienkaufpreise*, letztere hervorgerufen unter anderem durch sinkende Renditeerwartungen wegen rückläufiger Risiken im Markt („Yield Compression“). Rückblickend haben sich hier die *Investment Properties* der Vonovia SE von 2012 bis 2017 (jeweils zum 1. Januar und zum 31. Dezember eines Jahres) extrem erhöht (vgl. Tab. 10). Hier erkennt man ein starkes *Wachstum der Finanzinvestitionen* von 9.893,8 Millionen Euro auf 33.182,8 Millionen Euro, also um 23.289,0 Millionen Euro oder um 235,4 Prozent! Das sich in der GuV *ergebniswirksam* einstellende kumulierte *wirtschaftliche Ergebnis* belief sich dabei auf 9.124,1 Millionen Euro. Dies ist aber in der GuV ein reines *Bewertungsergebnis* (bestehend aus nicht zahlungswirksamen Bewertungsgewinnen) aufgrund von *marktbewerteten Prognosen*, die zu diesen großen *ertragswirksamen Zuschreibungen* auf die als *Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilienwerte* der Vonovia zurückzuführen sind. Hätte die Vonovia ihre als Vermögen bilanzierten Immobilienbestände dagegen gemäß HGB ausschließlich zu *Anschaffungs- und Herstellungskosten*

bewertet, so wäre dies in der GuV *ergebnisneutral* gewesen. Es hätte sich lediglich um einen *Aktivtausch* gehandelt. Hier wäre nur eins zu eins Liquidität (Bankguthaben) gegen Sachvermögen (Immobilie) im Vermögen ausgetauscht worden. Wäre die Finanzierung auch mit *Fremdkapital* vorgenommen worden, hätte es sich bilanzverlängernd ausgewirkt, d.h. in Höhe der Fremdfinanzierung wären sowohl das Kapital als auch das Vermögen gestiegen.

Obwohl die *marktbezogene Bewertung der Investment Properties* auf die Ergebnisrechnung (GuV) der *Vonovia* einen ganz erheblichen positiven Einfluss in Form von *Buchgewinnen* hat, soll dennoch zunächst einmal die problematische Ergebnisrechnung inklusive der Buchgewinne auf Basis einer *Wertschöpfungsrechnung* aufgezeigt werden, um dann in einem nächsten Schritt die *tatsächliche wirtschaftliche Entwicklung* der *Vonovia* ohne Buchgewinne darzulegen.

## **2. Wertschöpfungsrechnung inklusive Properties-Buchgewinne**

Entscheidend für jedes Unternehmen ist die *Wertschöpfung*. Sie zeigt, wieviel ein Unternehmen nach Abzug aller eingekauften, also nicht selbst geschaffenen Vorleistungswerte, produziert und am Markt Erlöse hat. Bei der *Vonovia* wurden hier von 2012 bis 2017 insgesamt *Erlöse aus der Immobilienwirtschaft* in Höhe von 9.953,5 Millionen Euro erzielt. Hinzu kamen *Erträge aus der Veräußerung von Immobilien* in Höhe von 545,3 Millionen Euro. Außerdem *aktivierte Eigenleistungen aus Modernisierungen* von 1.111,5 Millionen Euro sowie *sonstige Erträge* von 449,2 Millionen Euro. Rechnet man die *Bucherträge aus der Bewertung der Properties* in Höhe von 9.124,1 Millionen Euro hinzu, so lag die *Gesamtleitung* der *Vonovia* im Zeitraum von 2012 bis 2017 bei insgesamt 21.183,6 Millionen Euro (vgl. Tab. 11).

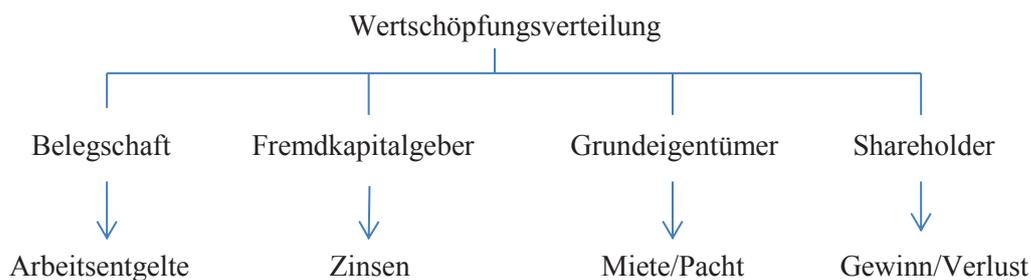
Tab. 11: Wertschöpfungsrechnung Vonovia SE

Wertschöpfungsrechnung Vonovia SE							
in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012 - 2017
Erlöse aus Immobilienbewirtschaftung	1.064,9	1.067,6	1.156,6	2.063,5	2.209,3	2.391,6	9.953,5
Ergebnis aus der Veräußerung von Immobilien	51,6	52,0	69,0	119,0	102,2	151,5	545,3
Aktivierete Eigenleistungen aus Modernisierungen	9,9	42,0	85,6	174,9	341,0	458,1	1.111,5
Sonstige betriebliche Erträge	43,5	45,8	65,3	73,1	105,3	116,2	449,2
Bewertungsergebnis Properties	205,6	553,7	371,1	1.323,5	3.236,1	3.434,1	9.124,1
<b>Gesamtleistung</b>	<b>1.375,5</b>	<b>1.761,1</b>	<b>1.747,6</b>	<b>3.754,0</b>	<b>5.993,9</b>	<b>6.551,5</b>	<b>21.183,6</b>
Materialaufwand	523,3	502,8	542,6	972,5	1.081,9	1.176,4	4.799,5
<b>Rohertrag</b>	<b>852,2</b>	<b>1.258,3</b>	<b>1.205,0</b>	<b>2.781,5</b>	<b>4.912,0</b>	<b>5.375,1</b>	<b>16.384,1</b>
<b>Rohertragsquote in v.H.</b>	<b>62,0</b>	<b>71,4</b>	<b>69,0</b>	<b>74,1</b>	<b>81,9</b>	<b>82,0</b>	<b>77,3</b>
Abschreibungen	6,1	6,8	7,4	13,4	27,0	372,2	432,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	74,7	93,8	141,1	246,1	229,4	251,3	1.036,4
<b>Wertschöpfung</b>	<b>771,4</b>	<b>1.157,7</b>	<b>1.056,5</b>	<b>2.522,0</b>	<b>4.655,6</b>	<b>4.751,6</b>	<b>14.914,8</b>
<b>Wertschöpfungsquote in v.H.</b>	<b>56,1</b>	<b>65,7</b>	<b>60,5</b>	<b>67,2</b>	<b>77,7</b>	<b>72,5</b>	<b>70,4</b>
Personalaufwand	116,2	172,1	184,6	359,7	353,8	416,0	1.602,4
<b>Personalintensität in v.H.</b>	<b>8,4</b>	<b>9,8</b>	<b>10,6</b>	<b>9,6</b>	<b>5,9</b>	<b>6,3</b>	<b>7,6</b>
Beschäftigte (jahresdurchschnittlich)	1.819	2.738	3.411	6.027	6.937	8.300	4.872
davon Auszubildende	85	117	152	352	419	462	265
Personalaufwand je Beschäftigten in Euro p.a.	63.881	62.856	54.119	59.681	51.002	50.120	56.943
<b>Arbeitsproduktivität in Euro*</b>	<b>424.079</b>	<b>422.827</b>	<b>309.733</b>	<b>418.450</b>	<b>671.126</b>	<b>572.482</b>	<b>469.783</b>
<b>Lohnquote in v.H.</b>	<b>15,1</b>	<b>14,9</b>	<b>17,5</b>	<b>14,3</b>	<b>7,6</b>	<b>8,8</b>	<b>10,7</b>
Mehrwert	655,2	985,6	872	2.162	4.301,8	4.335,6	13.312,4
<b>Mehrwertquote in v.H.</b>	<b>84,9</b>	<b>85,1</b>	<b>82,5</b>	<b>85,7</b>	<b>92,4</b>	<b>91,2</b>	<b>89,3</b>
Mehrwert je Beschäftigten	360.198	359.971	255.614	358.769	620.124,0	522.361	412.840
Zinsen	430,9	285,6	271,5	410,4	421,9	306,2	2.126,5
Miete/Pacht	8,5	10,4	11,3	17,4	20,1	22,0	89,7
<b>Gewinn vor Ertragssteuern</b>	<b>215,8</b>	<b>689,6</b>	<b>589</b>	<b>1.735</b>	<b>3.859,8</b>	<b>4.007,4</b>	<b>11.096,2</b>
<b>Gewinn vor Steuern je Beschäftigten</b>	<b>118.637</b>	<b>251.863</b>	<b>172.706</b>	<b>287.788</b>	<b>556.408</b>	<b>482.819</b>	<b>311.703</b>
Ertragssteuern	43,6	205,4	179,4	739,8	1.346,9	1.440,50	3.955,6
<b>Gewinn nach Ertragssteuern (Periodenergebnis)</b>	<b>172,2</b>	<b>484,2</b>	<b>409,7</b>	<b>994,7</b>	<b>2.512,9</b>	<b>2.566,9</b>	<b>7.140,6</b>
<b>Effektiver Ertragssteuersatz in v.H.</b>	<b>20,2</b>	<b>29,8</b>	<b>30,5</b>	<b>42,7</b>	<b>34,9</b>	<b>35,9</b>	<b>35,6</b>
<b>Vom Periodenergebnis entfallen auf</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2012 - 2017</b>
in Mio. Euro							
Anteilseigner von Vonovia	171,4	480,2	401,4	923,5	2.300,7	2.410,7	6.687,9
Hybridkapitalgeber			1,2	40,0	40,0	40,0	121,2
Nicht beherrschende Anteilseigner	0,8	4,0	7,1	31,2	172,2	116,2	331,5
<b>Ergebnis pro Aktie in Euro</b>	<b>0,86</b>	<b>2,26</b>	<b>1,56</b>	<b>2,29</b>	<b>4,94</b>	<b>5,06</b>	
*Personalaufwand je Beschäftigten + Mehrwert je Beschäftigten = Arbeitsproduktivität							
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia SE							

Zieht man von dieser Gesamtleistung den *Materialaufwand* (Aufwendungen für Betriebskosten, Aufwendungen für Instandhaltung, sonstige Aufwendungen für bezogene Lieferungen und Leistungen) in Höhe von 4.799,5 Millionen Euro ab, so erhält man den *Rohhertrag* als erste unternehmensbezogene Ertragsgröße. Er lag von 2012 bis 2017 kumuliert bei 16.384,1 Millionen Euro. In Relation zur Gesamtleistung lag die *Rohhertragsquote* bei durchschnittlich 77,3 Prozent.

Unter Berücksichtigung der weiteren Vorleistungen *Abschreibungen* (432,9 Millionen Euro) und *sonstige betriebliche Aufwendungen* (1.036,4 Millionen Euro)<sup>79</sup> ergibt sich dann die realisierte *Wertschöpfung* in Höhe von 14.914,8 Millionen Euro und bezogen auf die Gesamtleistung eine durchschnittliche *Wertschöpfungsquote* von 70,4 Prozent (vgl. Tab. 11).

Die Wertschöpfung bildet die *Verteilungsmasse*, die immer auf vier Wertschöpfungsempfänger verteilt wird. Auf die *Belegschaft* mit Arbeitsentgelten, die *Fremdkapitalgeber* mit Zins, die *Grundeigentümer* mit Miete/Pacht und die *Shareholder* mit Gewinn (oder auch Verlust).



Bei der *Vonovia* hat von der im Zeitraum 2012 bis 2017 realisierten Wertschöpfung die *Belegschaft* insgesamt 1.602,4 Millionen Euro an Arbeitsentgelten erhalten. Dies entsprach einer *Lohnquote* von durchschnittlich nur 10,7 Prozent. Der höchste Wert wurde dabei 2014 mit 17,5 Prozent und der niedrigste Wert 2016 mit 7,6 Prozent erzielt (vgl. dazu ausführlich auch das Kap. II/8.4). Dadurch fiel der *Mehrwert* extrem hoch aus. Kumuliert lag er bei 13.312,4 Millionen Euro, was einer durchschnittlichen *Mehrwertquote* von 89,3 Prozent entsprach. Der *Mehrwert je Beschäftigten* kam durchschnittlich von 2012 bis 2017 auf einen Wert von 412.840 Euro (vgl. Tab. 11).

An *Zinsen* zur Befriedigung der *Fremdkapitalgeber* fielen von 2012 bis 2017 kumuliert 2.126,5 Millionen Euro an (durchschnittliche Zinsquote: 15,9 Prozent). Die Zinsquote ist da-

<sup>79</sup> Zu den *sonstigen betrieblichen Aufwendungen (sBA)* zählen hier Beratungskosten und Prüfungsgebühren, Kfz- und Reisekosten, Wertberichtigungen, Zuführung zu Rückstellungen, Mieten, Pachten und Erbbauzinsen, Kommunikationskosten und Arbeitsmittel, Verwaltungsdienstleistungen, Kosten für Werbung, Gerichts- und Notarkosten, mahn- und Inkassogebühren, Verkaufsnebenkosten, Versicherungsschäden und übrige sonstige Aufwendungen.

mit wesentlich höher als die Lohnquote, ein ökonomisch völlig pervertierter Befund. Und die *Mieten/Pachten* für die *Grundeigentümer* kamen auf 89,7 Millionen Euro (Miet-/Pachtquote: 0,7 Prozent).

Somit fiel vom *Mehrwert* der mit Abstand größte Teil den *Shareholdern* der *Vonovia* mit insgesamt 11.096,2 Millionen Euro als *Gewinn* zu (Gewinnquote: 83,4 Prozent). Jeder Beschäftigte der *Vonovia* hat damit einen Gewinn von 311.703 Euro erwirtschaftet.

Auf den kumulierten Gewinn von 11.096,2 Millionen Euro zahlte die *Vonovia* *Ertragsteuern* in Höhe von 3.955,6 Millionen Euro, so dass ein *Gewinn nach Ertragsteuern* von 7.140,6 Millionen Euro verblieb. Der durchschnittliche *Ertragssteuersatz* lag bei 35,6 Prozent (zur *Besteuerung* der *Vonovia* vgl. ausführlich Kap. II/7). Die *Gewinne nach Ertragsteuern* sind dabei von 2012 bis 2017 exorbitant von 172,2 auf 2.566,9 Millionen Euro, um 1.390,7 Prozent! gestiegen.

Dadurch hat auch das *Ergebnis pro Aktie* von 0,86 auf 5,06 Euro, um 488,4 Prozent!, kräftig zugelegt.

### **3. Liquiditätsanalyse und Kapitalflussrechnung der Vonovia**

In jedem Unternehmen spielt die *Liquidität*, die Zahlungsfähigkeit gegenüber Unternehmensgläubigern, eine entscheidende Rolle. Unternehmen können Gewinne erzielen und die Auftragsbücher sind reichlich gefüllt, und trotzdem kann einem Unternehmen die *Insolvenz* drohen, wenn das Unternehmen illiquide wird. Mit einer *Liquiditätsanalyse* lässt sich dabei die Zahlungsfähigkeit überprüfen. „Die Liquiditätsanalyse kann von zwei unterschiedlichen Gesichtspunkten und dementsprechend von zwei unterschiedlichen Fragestellungen ausgehen: Unter dem Gesichtspunkt der *Liquidation* geht es um die Frage, welche *Finanzmittel zur Schuldentilgung* verfügbar sind, falls das Unternehmen wegen Zahlungsunfähigkeit oder mangelnder Ertragskraft liquidiert wird. (...) Unter dem Gesichtspunkt der *Unternehmensfortführung* (going-concern-Prinzip) hat die Liquiditätsanalyse danach zu fragen, wie hoch die Wahrscheinlichkeit einzuschätzen ist, dass es überhaupt zur Zahlungsunfähigkeit und damit zum *Risikofall der zwangsweisen Liquidation* kommt. (...) Die Liquiditätsanalyse auf Basis von Bestandsgrößen (statische Liquiditätsanalyse) knüpft an den Bestandsgrößen von Passiv- und Aktivseite der Bilanz an und fragt, ob Überlassungs- und Bindungsfristen in einem angemessenen Verhältnis zueinanderstehen. Die stromgrößenorientierte Liquiditätsanalyse (dynamische Liquiditätsanalyse) bezieht zusätzlich den Rückfluss in Gestalt des *Cashflows* aus

laufender Geschäftstätigkeit ein und untersucht diesen auf ein angemessenes Verhältnis zur Investition und Finanzierung.<sup>80</sup>

Die *statische Liquiditätsanalyse* zeigt hier bei der *Vonovia* von 2012 bis 2017 auf Basis der *Barliquidität* (Liquidität 1. Grades) eine durchschnittliche Quote von 90,7 Prozent. Hier sollte idealerweise ein Wert von 100 Prozent erreicht werden, also eine vollständige Deckung des nur kurzfristig einem Unternehmen überlassenen Fremdkapitals das durch die liquiden Mittel gesichert ist.

#### *Kurzfristige Liquiditätskennzahl*

*Liquidität 1. Grades (Barliquidität)* = Liquide Mittel : kurzfristiges Fremdkapital

In den Jahren 2013 bis 2015 lag dabei die *Barliquidität* bei der *Vonovia* weit über 100 Prozent. Bedenklich niedrig fiel sie allerdings in 2017 mit einer Quote von nur 11,9 Prozent aus. Dies deckt sich mit den zum 31.12.2017 bilanzierten nur noch geringen liquiden Mitteln in Höhe von 226,2 Millionen Euro. Die Remonetisierung der investierten und bilanzierten Vermögensgegenstände muss jederzeit mit den jeweiligen *Fälligkeitsterminen der Rückzahlungen* korrespondieren. Das bedeutet für die *Liquidität* das uneingeschränkte Befolgen des Grundsatzes der *Fristenkongruenz*. Demnach muss das langfristig gebundene Vermögen durch langfristig zur Verfügung stehendes Kapital gedeckt sein und das kurzfristige Vermögen durch kurzfristiges Kapital:

$$\frac{\text{Langfristiges Vermögen}}{\text{Langfristiges Kapital}} < 1; \frac{\text{Kurzfristiges Vermögen}}{\text{Kurzfristiges Kapital}} > 1$$

Zur Überprüfung der Fristenkongruenz sind dabei neben der Barliquidität zwei weitere Liquiditätskennzahlen zu berücksichtigen:

#### *Lang- und mittelfristige Liquiditätskennzahlen*

Deckungsgrad A = Eigenkapital : Anlagevermögen

Deckungsgrad B = (Eigenkapital + langfristige Fremdkapital) : Anlagevermögen

Der *statische Deckungsgrad A* lag bei der *Vonovia* von 2012 bis 2017 im Durchschnitt bei nur 47,0 Prozent, während der *Deckungsgrad B* im Durchschnitt auf fast 200 Prozent kam. Im Ergebnis deckte also das Eigenkapital das Anlagevermögen (inkl. der Investment Properties)

---

<sup>80</sup> Coenenberg, A. G., Haller, A., Schultze, W., Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, a.a.O., S. 1.082f.

nicht. Erst unter Berücksichtigung des langfristig gebundenen Fremdkapitals wurde dies komfortabel möglich (vgl. Tab. 12).

Tab. 12: **Liquiditätszahlen der Vonovia**

Liquiditätskennzahlen							
in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012-2017
Liquidität 1. Grades Barliquidität	47,5	123,4	310,4	184,2	64,1	11,9	90,7
Deckungsgrad A	27,2	37,1	46,9	50,5	51,3	50,0	47,0
Deckungsgrad B	156,4	175,8	196,2	201,8	203,6	200,1	195,6
Legende							
Summe Eigenkapital	2.677,4	3.818,0	5.962,2	11.866,9	13.888,4	16.691,2	54.904,1
Sachanlagen	16,2	20,7	29,0	70,7	115,7	177,6	429,9
Investment Properties	9.843,6	10.266,4	12.687,2	23.431,3	26.980,3	33.182,8	116.391,6
Summe Anlagevermögen	9.859,8	10.287,1	12.716,2	23.502,0	27.096,0	33.360,4	116.821,5
Summe langfristige Schulden	12.693,6	14.280,9	18.874,6	35.570,7	41.188,0	50.251,7	172.859,5
Summe kurzfristige Schulden	990,4	444,1	504,1	1.687,2	2.404,6	2.239,9	8.270,3
Summe Eigenkapital + Summe langfristige Schulden	15.371,0	18.098,9	24.836,8	47.437,6	55.076,4	66.942,9	227.763,6
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia							

Im Gegensatz zur statischen Liquiditätsanalyse auf Basis von bilanziellen Bestandsgrößen soll die *Kapitalflussrechnung (KFR)* als eine *dynamische Liquiditätsanalyse* mit Bezug auf Stromgrößen die Finanzsituation in einem Unternehmen abbilden. „Von zentralem Interesse sind dabei die *Kapitalstruktur* und die *Zahlungsströme*. Letztere werden in der KFR abgebildet und zeigen u.a. die Fähigkeit des Unternehmens, aus seiner operativen Tätigkeit *liquide Mittel* zu erwirtschaften, die für Investitionen, für Zahlungen an Eigen- und Fremdkapitalgeber sowie zur Stärkung seines Finanzmittelfonds zur Verfügung steht. *Dividenden und Schulden können bekanntlich nicht mit erzieltm Gewinn, sondern nur mit verfügbaren liquiden Mitteln bezahlt werden.*“<sup>81</sup>

<sup>81</sup> Coenenberg, A. G., Haller, A., Schultze, W., Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, a.a.O., S. 787.

Tab. 13: Kapitalflussrechnung Vonovia SE

Kapitalflussrechnung Vonovia SE							
in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012 -2017
<b>Periodenergebnis (Gewinn n. Ertragssteuern)</b>	<b>172,2</b>	<b>484,2</b>	<b>409,7</b>	<b>994,7</b>	<b>2.512,9</b>	<b>2.566,9</b>	<b>7.140,6</b>
Ergebnis aus der Bewertung von Investment Properties	-205,6	-553,7	-371,1	-1.323,5	-3.236,1	-3.434,1	-9.124,1
Wertveränderungen der zur Veräußerung gehaltenen Immobilien	-17,1	-24,3	-25,1	-51,7	-52,0	-81,1	-251,3
Abschreibungen	6,1	6,8	7,4	13,4	27,0	372,2	432,9
Zinsaufwendungen/-erträge	433,9	288,3	274,9	414,0	433,0	326,3	2.170,4
Ertragssteuern	43,6	205,4	179,4	739,8	1.346,9	1.440,5	3.955,6
Ergebnisse aus Abgängen von Investments Properties	-27,0	-27,6	-43,9	-67,3	-50,2	-70,4	-286,4
Ergebnisse aus Abgängen von sonstigen langfristigen Vermögenswerten		0,9		1,6	-0,4	0,2	2,3
Sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen/Erträge	-0,5	0,8	0,4	-0,4	-2,6	0,6	-1,7
Veränderung der Vorräte	11,9	-1,7	0,4	-0,1			10,5
Veränderung der Forderungen und sonstigen Vermögensgegenständen	22,8	-0,3	-11,8	35,0			45,7
Veränderung der Rückstellungen	-32,3	-2,9	11,0	62,6			38,4
Veränderung der Verbindlichkeiten	-4,6	9,3	27,0	-67,9			-36,2
Rückzahlung von Steuerverbindlichkeiten	-24,5	-114,7		-44,4			-183,6
Veränderung des Nettoumlaufvermögens					-85,9	-123,7	-209,6
Ertragssteuerzahlungen	6,6	-10,9	-5,1	-16,0	-63,7	-51,4	-140,5
<b>Cashflow aus der betrieblichen Tätigkeit</b>	<b>385,5</b>	<b>259,6</b>	<b>453,2</b>	<b>689,8</b>	<b>828,9</b>	<b>946,0</b>	<b>3.563,0</b>
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2012 -2017</b>
Einzahlungen aus Abgängen von Investment Properties	284,5	270,3	329,6	449,1	1.418,5	1.165,2	3.917,2
Einzahlungen aus Abgängen von sonstigen Vermögensgegenständen		0,2	0,9	1,3	1,8	16,4	20,6
Einzahlungen aus der Veräußerung von Anteilen an konsolidierten Unternehmen	0,1	0,9	37,0	7,4			45,4
Auszahlungen für Investitionen in Investment Properties	-91,0	-94,9	-241,0	-604,6	-548,8	-1.043,0	-2.623,3
Auszahlungen für Investitionen in sonstige Vermögenswerte	-6,8	-8,3	-1.079,0	-37,8	-459,7	-80,2	-1.671,8
Auszahlungen (Einzahlungen) für den Erwerb von Anteilen an konsolidierten Unternehmen unter Berücksichtigung erworbener liquider Mittel	-0,9	-0,1					-1,0
			-230,7	-3.058,7	0,3	-1.412,0	-4.701,1
Auszahlungen für Investitionen in finanzielle Vermögenswerte	-0,2						-0,2
Zinseinzahlungen	8,8	3,2	5,3	3,5	4,3	3,5	28,6
<b>Cashflow aus der Investitionstätigkeit</b>	<b>194,5</b>	<b>171,3</b>	<b>-1.177,9</b>	<b>-3.239,8</b>	<b>416,4</b>	<b>-1.350,1</b>	<b>-4.985,6</b>
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2012 -2017</b>
Einzahlungen aus dem Agio aus der Börsennotierung und neuer Aktien		375,8	1.024,0	2.372,0			3.771,8
Kapitaleinzahlungen	334,1	24,2					358,3
Auszahlungen an Aktionäre der Vonovia SE und nicht beherrschende Anteilseigner					-445,4	-277,9	-723,3
Aus-/Einzahlungen der Hybridkapitalgeber			990,2	-40,0	-40,0	-40,0	870,2
Auszahlungen an nicht beherrschende Anteilseigner	-1,9	-5,1	-179,7	-295,8			-482,5
Einnahmungen aus der Aufnahme von finanziellen Verbindlichkeiten	4.469,6	6.525,0	1.702,3	5.007,1	2.576,9	2.920,5	23.201,4
Auszahlungen für die Tilgung von finanziellen Verbindlichkeiten	-4.874,6	-6.876,3	-1.525,9	-2.390,1	-4.219,0	-3.248,7	-23.134,6
Auszahlungen für den Erwerb von Anteilen an konsolidierten Unternehmen	-5,0						-5,0
Transaktionskosten	-28,2	-123,9	-39,5	-165,3	-27,7	-12,5	-397,1
Auszahlungen für sonstige Finanzierungskosten			-44,6	-57,7	-272,3	-47,9	-422,5
Auszahlung für Transaktionskosten im Rahmen der Ausgabe von Aktien		-20,6					-20,6
Vorfälligkeitsentschädigung und Bereitstellungszinsen	-2,1	-27,5					-29,6
Aus-/Einzahlungen aus den Verkauf/Erwerb von Anteilen an bereits konsolidierten UN			2,9	-9,8	-19,3	139,5	113,3
Zinsauszahlungen	-280,3	-224,8	-188,0	-327,3	-365,6	-303,5	-1.689,5
<b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-388,4</b>	<b>-353,2</b>	<b>1.741,7</b>	<b>4.093,1</b>	<b>-2.812,4</b>	<b>-870,5</b>	<b>1.410,3</b>
<b>Nettozunahme liquide Mittel und Zahlungsmitteläquivalente</b>	<b>191,6</b>	<b>77,7</b>	<b>1.017,0</b>	<b>1.543,1</b>	<b>-1.567,1</b>	<b>-1.274,6</b>	
Zahlungsmittel Periodenanfang	278,5	470,1	547,8	1.564,8	3.107,9	1.540,8	
<b>Zahlungsmittel Periodenende (Bilanzwerte)</b>	<b>470,1</b>	<b>547,8</b>	<b>1.564,8</b>	<b>3.107,9</b>	<b>1.540,8</b>	<b>266,2</b>	
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia SE							

Daher ist zwischen dem Jahreserfolg in der GuV (Erträge – Aufwendungen) und der anschließenden Verrechnung in der Bilanz (Eigenkapitalveränderung) sowie der zahlungswirksamen Erfolgsrechnung einer KFR zu differenzieren, die die Veränderung der liquiden Finanzmittel (Liquiditätssaldo) in der Bilanz als Vermögen aufzeigt. Hierbei gilt das folgende Schema:

*Jahreserfolg (Gewinn/ Verlust) GuV*

+ nicht zahlungswirksame Aufwendungen (z.B. Verbrauch von in Vorperioden bezahlten Vorräten, Abschreibungen)

- nicht zahlungswirksame Erträge (z.B. Erhöhung einer Forderung, Bewertungszuschreibungen)

= *zahlungswirksamer Jahreserfolg*

+ nicht GuV-wirksame Einzahlungen (z.B. Bezahlung einer aus Vorperioden stammenden Forderung durch den Kunden, Aufnahme eines Darlehens)

- nicht GuV-wirksame Auszahlungen (z.B. Auszahlung an Anteilseigner, Tilgung von Krediten)

= *zahlungswirksame Veränderung der liquiden Finanzmittel in der Bilanz*

Die KFR-Rechnung wird dabei nach dem jeweiligen Aktivitätsformat in einen Operativen Bereich, einen Investitions- und einen Finanzierungsbereich unterteilt. Dem folgt auch die KFR-Rechnung der *Vonovia* (vgl. Tab. 13). Ausgehend vom Periodenergebnis nach Ertragsteuern wird zunächst der *Cashflow aus der betrieblichen Tätigkeit* (des operativen Bereichs) ermittelt. Hier war der Effekt auf die zahlungswirksame Veränderung der Finanzmittel (liquide Mittel) von 2012 bis 2017 in jedem Jahr positiv. Kumuliert lag der Cashflow hier bei 3.563,0 Millionen Euro. Dagegen fiel der *Cashflow aus der Investitionstätigkeit* mit kumuliert - 4.985,6 Millionen Euro negativ aus. Und der *Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit* war mit 1.410,3 Millionen Euro ebenfalls positiv. „Die Summe der drei Teil-Cashflows gibt den gesamten Mittelzu- bzw. -abfluss des Unternehmens in der Berichtsperiode wieder; er schlägt sich folglich in der Veränderung des sogenannten *Finanzmittelfonds* nieder.“<sup>82</sup> Kumuliert betrachtet war bei *Vonovia* die Veränderung des Finanzmittelfonds von 2012 bis 2017 mit -12,3 Millionen Euro leicht negativ.

---

<sup>82</sup> Coenenberg, A. G., Haller, A., Schultze, W., Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, a.a.O., S. 1.091.

Tab. 14: Veränderung des Finanzmittelfonds der Vonovia SE

Veränderung des Finanzmittelfonds							
in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012-2017
Cashflow aus der betrieblichen Tätigkeit	385,5	259,6	453,2	689,8	828,9	946,0	3.563,0
Cashflow aus der Investitionstätigkeit	194,5	171,3	-1.177,9	-3.239,8	416,4	-1.350,1	-4.985,6
Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit	-388,4	-353,2	1.741,7	4.093,1	-2.812,4	-870,5	1.410,3
<b>Veränderung des Finanzmittelfonds</b>	<b>191,6</b>	<b>77,7</b>	<b>1.017,0</b>	<b>1.543,1</b>	<b>-1.567,1</b>	<b>-1.274,6</b>	<b>-12,3</b>
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia							

Betrachtet man hier differenziert die Nettozu- bzw. abnahme der liquiden Mittel von 2012 bis 2017 pro Jahr, so waren die Jahre 2016 (mit - 1.567,1 Millionen Euro) und 2017 (mit -1.274,6 Millionen Euro) von einer starken *Nettoabnahme der liquiden Mittel* gekennzeichnet. Unter Berücksichtigung der jeweiligen liquiden Mittel zum Anfang des Geschäftsjahres haben sich die Zahlungsmittel dabei bis zum 31.12.2017 stark auf 266,2 Millionen Euro abgebaut (vgl. Tab. 13). Hierfür gibt es Gründe, die im Geschäftsbericht 2017 der *Vonovia* aufgeführt werden. „Das Geschäftsjahr 2017 war geprägt durch die Finanzierung der Barkomponente aus der conwert-Übernahme (vgl. Kap. I/3.1) und durch Refinanzierungen von ersten Finanzierungen, die nach dem Börsengang und im Nachgang zur seinerzeitig abgelösten CMBS-GRAND-Finanzierung erfolgten. Im Geschäftsjahr 2017 wurden Finanzierungsmittel mit einem Volumen von 1.744,0 Millionen Euro vorzeitig zurückgezahlt, darunter auch die unter dem Arbeitstitel Taurus geführte CMBS-Finanzierung aus der Gagfah-Übernahme (vgl. Kap. I/3.1) mit 1.017,7 Millionen Euro sowie Finanzierungen der conwert in Höhe von 362,5 Millionen Euro. Planmäßige Tilgungen erfolgten in Höhe von 1.504,7 Millionen Euro, davon entfielen auf die conwert 124,5 Millionen Euro, auf strukturierte Finanzierungen und Anleihen 1.347,1 Millionen Euro und auf Hypothekendarlehen 33,1 Millionen Euro. Im September 2017 erfolgte die planmäßige Rückführung der 750 Millionen US-Dollar-Anleihe in Höhe von 554,9 Millionen Euro und im Dezember folgte die planmäßige Rückführung der EMTN-Ziehung aus dem Dezember 2015 in Höhe von 750 Millionen Euro. Gemeinsam mit der Rückführung der US-Dollar-Anleihe wurden auch die damit in Zusammenhang stehenden Cross Currency Swaps abgewickelt.“<sup>83</sup>

<sup>83</sup> Vonovia Geschäftsbericht 2017, S. 81.

Der mit diesen Fremdkapitaltilgungen verbundene Liquiditätsabfluss war nur durch die gleichzeitige *Aufnahme neuer Schulden (Fremdkapital)* möglich. Daher wurden 2017 neue Anleihen von insgesamt 2.000 Millionen Euro durch die *Vonovia* begeben, davon eine in zwei Tranchen zu 500 Millionen Euro (Coupon: 0,75 Prozent/1,75 Prozent) und nochmal eine auch in zwei Tranchen zu je 500 Millionen Euro. Die eine Anleihe mit einem Coupon von 1,125 Prozent, während die andere Anleihe mit einer Floating-Rate versehen wurde. Außerdem wurden kurzlaufende Commercial Papers in Höhe von 410 Millionen Euro im Rahmen eines auf 500 Millionen Euro lautenden Commercial-Paper-Programms begeben. Hinzu kam noch ein Förderdarlehen der *Europäischen Investitionsbank (EIB)* in Höhe von 300 Millionen Euro sowie der *KfW-Bank* von insgesamt 494,6 Millionen Euro zur weiteren Unterstützung des Modernisierungsprogramms der *Vonovia*.<sup>84</sup>

Insgesamt stellte sich die *Fälligkeitsstruktur der Finanzierung* der *Vonovia* zum 31.12.2017 wie folgt dar:

Tab. 15: **Fälligkeitsstruktur der Finanzierung von Vonovia**

Fälligkeitsstruktur der Finanzierung von Vonovia															
in Mio. Euro	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Summe
am 31.12.2017					1.577,1	1.978,4	2.272,2	907,6	1.702,6	1.406,8	1.153,5	1.491,6	115,4	1.455,3	14.060,5
am 31.12.2015			912,4	1.521,1	4.610,6	1.408,5	2.262,7	929,2	569,6	1.338,5	108,8	1.034,6			14.696,0
am 31.12.2013	168,0	322,0	776,0	742,0	1288,0	668,0	515,0	541,0	53,0	656,0					5.729,0
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia															

Die *Schulden* sind seit Ende 2013 bis Ende 2017 stark von 5.729,0 auf 14.060,5 Millionen Euro, um 145,4 Prozent gestiegen. Dabei konnte allerdings in den letzten Jahren die *Fälligkeitsstruktur* mehr nach hinten geschoben und damit das Prolongations- und Zinsänderungsrisiko abgeschwächt werden. Dazu beigetragen haben hier sicher auch die Verbesserungen im *Finanzierungs- und Mieteinnahmenverhältnis* (ICR (Interest Cover Ratio) = Mieteinnahmen Bewirtschaftung/Zinsaufwendungen), verursacht durch *steigende Mieten* im Rahmen von Modernisierungen des Immobilienbestandes und einem niedrigen Zinsniveau. Auch der gestiegene *operative Cashflow aus der betrieblichen Tätigkeit* hat zu einem verbesserten *dyna-*

<sup>84</sup> Vgl. Geschäftsbericht 2017 der Vonovia, S. 81.

*mischen Verschuldungsgrad* (Fremdkapital/ Cashflow = Tilgungsdauer) trotz absolut steigender Verschuldung geführt.<sup>85</sup>

Tab. 16: Finanzierungskennzahlen Vonovia

Finanzierungskennzahlen Vonovia						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Erlöse Immobilienbewirtschaftung</b>	1.064,9	1.067,6	1.156,6	2.063,5	2.209,3	2.391,6
<b>Zinsaufwendungen</b>	430,9	285,6	271,5	410,4	421,9	306,2
<b>ICR (Interest Cover Ratio)</b>	2,5	3,7	4,3	5,0	5,2	7,8
<b>Cashflow</b>	385,5	259,6	453,2	689,8	828,9	946,0
<b>Fremdkapital</b>	7.930,9	7.274,8	8.797,0	19.092,2	18.633,7	20.825,1
<b>Dynamischer Verschuldungsgrad</b>	20,6	28,0	19,4	27,7	22,5	22,0
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia						

Dennoch bleibt bei steigenden Kapitalmarktzinsen ein beträchtliches Restrisiko, wobei *Vonovia* auf Grund des seit Jahren anhaltenden extremen Niedrigzinsumfeldes eine kräftige Entlastung bei der Refinanzierung ihrer Schulden erhalten hat. Ziehen die Zinsen wieder an, wird *Vonovia* entsprechend belastet. Die *Rating Agentur Standard & Poor's* beurteilte daher auch die *Kreditwürdigkeit der Vonovia* im Jahr 2017 mit „BBB+“ und mit einem Short-Term Credit Rating von „A-2“ nicht besonders positiv.

#### 4. Zum Vermögen und Kapital der Vonovia

In jedem Unternehmen kompensieren sich immer *Vermögen* und *Kapital*. Das Vermögen zeigt dabei die Investition, die Mittelverwendung an und das Kapital die Finanzierungsstruktur mit eigenem und fremdem Kapital, also die Mittelherkunft. Das *Vermögen* der *Vonovia* ist dabei von 2012 bis 2017 von 10.608,3 auf 37.516,3 Millionen Euro, um 253,7 Prozent! gestiegen. Vom gesamten bilanzierten Vermögen entfielen dabei aber 88,4 Prozent (2017) auf als Finanzanlagen gehaltenen und zu Verkehrswerten bewerteten *Investment Properties*. Dies macht die *Vonovia* zu einem *finanzmarktorientierten Unternehmen* (vgl. Kap. I/3.6).

Eine *Investitionsanalyse* geht hier von drei Vermögensintensitäts-Kennzahlen aus:

*Vermögensintensität* = Anlagevermögen/Umlaufvermögen

*Anlageintensität* = Anlagevermögen/Gesamtvermögen

*Umlaufintensität* = Umlaufvermögen/Gesamtvermögen

<sup>85</sup> Der *dynamische Verschuldungsgrad* bezogen auf den operativen Cashflow aus der betrieblichen Tätigkeit gibt an, wie schnell eine vollständige Tilgung der Schulden aus dem selbsterwirtschafteten Cashflow möglich ist.

Tab. 17: Konzernbilanz Vonovia SE

Konzernbilanz Vonovia SE						
in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Aktiva</b>						
Immaterielle Vermögenswerte	5,2	3,8	108,5	2.724,0	2.743,1	2.637,1
Sachanlagen	16,2	20,7	29,0	70,7	115,7	177,6
<b>Investment Properties</b>	<b>9.843,60</b>	<b>10.266,40</b>	<b>12.687,2</b>	<b>23.431,3</b>	<b>26.980,3</b>	<b>33.182,8</b>
Finanzielle Vermögenswerte	44,6	42,5	93,2	221,7	585,9	698,0
Laufende Ertragssteueransprüche	0,1	0,1	0,1	0,1		
Sonstige Vermögenswerte	28,3	16,1	47,0	158,5	15,2	13,8
Latente Steueransprüche	8,8	3,0	15,0	72,3	19,6	10,3
<b>Summe langfristige Vermögenswerte</b>	<b>9.946,8</b>	<b>10.352,6</b>	<b>12.980,0</b>	<b>26.678,6</b>	<b>30.459,8</b>	<b>36.719,6</b>
Vorräte	0,9	2,5	2,2	3,8	5,0	6,2
Forderungen LuL	20,3	103,5	65,1	352,2	164,4	234,9
Finanzielle Vermögenswerte	2,1	2,1	2,0	2,0	153,2	0,5
Sonstige Vermögenswerte	26,5	26,3	77,5	113,4	102,7	98,4
Laufende Ertragssteueransprüche	12,8	12,1	13,8	23,1	34,6	47,9
Zahlungsmittel	470,1	547,8	1.564,8	3.107,9	1.540,8	266,2
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte	128,8	45,9	53,8	678,1	61,6	142,6
<b>Summe kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>661,5</b>	<b>740,2</b>	<b>1.779,2</b>	<b>4.280,5</b>	<b>2.062,3</b>	<b>796,7</b>
<b>Summe Vermögen</b>	<b>10.608,3</b>	<b>11.092,8</b>	<b>14.759,2</b>	<b>30.959,1</b>	<b>32.522,1</b>	<b>37.516,3</b>
in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Passiva</b>						
Gezeichnetes Kapital	0,1	224,2	271,6	466,0	466,0	485,1
Kapitalrücklage	1.052,3	1.430,1	2.076,0	5.892,5	5.334,9	5.966,3
Gewinnrücklagen	1.661,1	2.178,5	2.643,4	4.309,9	6.665,4	8.471,6
Sonstige Rücklagen	-47,1	-27,3	-58,4	-47,9	1,5	157,8
<b>Eigenkapital der Anteilseigner von Vonovia</b>	<b>2.666,4</b>	<b>3.805,5</b>	<b>4.932,6</b>	<b>10.620,5</b>	<b>12.467,8</b>	<b>15.080,8</b>
Eigenkapital der Hybridkapitalgeber			1.001,6	1.001,6	1.001,6	1.001,6
Nicht beherrschende Anteile	11,0	12,5	28,0	244,8	419,0	608,8
<b>Summe Eigenkapital</b>	<b>2.677,4</b>	<b>3.818,0</b>	<b>5.962,2</b>	<b>11.866,9</b>	<b>13.888,4</b>	<b>16.691,2</b>
Rückstellungen	358,2	342,6	422,1	612,9	607,9	607,2
Verbindlichkeiten LuL	0,3	0,3	1,0	0,9	1,3	2,4
Originäre finanzielle Verbindlichkeiten	5.766,7	5.553,0	6.539,5	13.951,3	11.643,4	12.459,4
Derivate			54,5	144,5	19,1	8,7
Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing			88,1	94,9	94,7	94,7
Laufende Ertragssteuerverbindlichkeiten	86,3					
Verbindlichkeiten gegenüber nicht beherrschenden Anteilseignern			46,3	46,3	9,9	24,9
Sonstige Verbindlichkeiten	4,8	9,8	8,6	25,9	83,3	65,3
Latente Steuerschulden	724,2	925,0	1.132,8	2.528,3	3.769,5	5.322,6
<b>Summe langfristige Schulden</b>	<b>6.940,5</b>	<b>6.830,7</b>	<b>8.292,9</b>	<b>17.405,0</b>	<b>16.229,1</b>	<b>18.585,2</b>
Rückstellungen	185,5	148,6	211,3	429,5	370,8	376,5
Verbindlichkeiten LuL	46,0	47,6	51,5	91,6	138,8	130,7
Originäre finanzielle Verbindlichkeiten	683,8	212,1	125,3	988,6	1.727,6	1.601,1
Derivate			21,9	58,8	57,5	4,4
Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing			4,4	4,4	4,5	4,6
Verbindlichkeiten gegenüber nicht beherrschenden Anteilseignern			7,5	9,8	2,7	9,0
Laufende Ertragssteuerverbindlichkeiten	26,5				0,0	0,4
Sonstige Verbindlichkeiten	48,6	35,8	82,2	104,5	102,7	113,2
<b>Summe kurzfristige Schulden</b>	<b>990,4</b>	<b>444,1</b>	<b>504,1</b>	<b>1.687,2</b>	<b>2.404,6</b>	<b>2.239,9</b>
<b>Summe Fremdkapital</b>	<b>7.930,9</b>	<b>7.274,8</b>	<b>8.797,0</b>	<b>19.092,2</b>	<b>18.633,7</b>	<b>20.825,1</b>
<b>Summe Kapital</b>	<b>10.608,3</b>	<b>11.092,8</b>	<b>14.759,2</b>	<b>30.959,1</b>	<b>32.522,1</b>	<b>37.516,3</b>
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia SE						

Die Vonovia ist dabei ein klar *vermögensintensives Unternehmen*. Dies liegt an den hohen *Investment Properties*. Im Durchschnitt der Jahre 2012 bis 2017 lag die *Vermögensintensität* bei 1.231,9 Prozent! Die Vermögensintensität ist hier extrem stark wegen der hohen markt-bewerteten Zuschreibungen, um 3.105,3 Prozentpunkte!, gestiegen.

Die sich jeweils zu eins ergänzenden *Anlage- und Umlaufintensitäten* verharren dagegen auf einem relativ stabilen Niveau, wobei aber auch hier die *Anlageintensität* im Durchschnitt der Jahre 2012 bis 2017 mit 92,5 Prozent klar dominiert (vgl. die folgende Tab. 18). Die niedrige Umlaufintensität zeigt eine nur geringe Flexibilität und somit auch eine nur schwache finanz- und erfolgswirtschaftliche Stabilität der Vonovia. Die *Dispositionselastizität* ist hier nur gering ausgeprägt: „Je kurzfristiger das Vermögen gebunden ist, desto höher ist das Liquiditätspotenzial und desto größer ist die Anpassungsfähigkeit der Unternehmung an Beschäftigungs- und Strukturänderungen im Interesse der finanziellen Stabilität.“ Dies gilt auch im Hinblick auf die *Erfolgselastizität*: „Mit der Kurzfristigkeit der Vermögensbindung sinkt ceteris paribus der Fixkostenanteil. Je geringer der Fixkostenanteil ist, umso weniger wirken sich Beschäftigungsänderungen erfolgsmäßig aus und umso geringer ist folglich das leistungswirtschaftliche Risiko.“<sup>86</sup>

Tab. 18: Vermögenskennziffern Konzernbilanz Vonovia SE

Konzernbilanz Vonovia SE							
in v.H.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Durchschnitt 2012-2017
Vermögensintensität	1.503,7	1.398,6	729,5	623,3	1.477,0	4.609,0	1.231,9
Anlageintensität	93,8	93,3	87,9	86,2	93,7	97,9	92,5
Umlaufintensität	6,2	6,7	12,1	13,8	6,3	2,1	7,5
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia SE							

Die Analyse der *Kapitalstruktur* zeigt ein starkes Wachstum des *Eigenkapitals* von 2012 bis 2017. Die Zunahme lag bei 11.211,0 Millionen Euro bzw. 418,7 Prozent. (vgl. Tab. 17). Dadurch legte auch die *Eigenkapitalquote* kräftig von 25,2 auf 44,5 Prozent zu. Der *Anspannungsgrad* (Fremdkapitalquote) und der *statische Verschuldungsgrad* (Fremdkapital/Eigenkapital) entwickelten sich entsprechend (vgl. Tab. 19). Das heißt, der *Anspannungsgrad* nahm von 2012 bis 2017 von 74,8 auf 55,5 Prozent, um 19,3 Prozentpunkte ab und auch der *statische Verschuldungsgrad* sank von 296,2 auf 124,8 Prozent, um 171,4 Prozentpunkte.

<sup>86</sup> Coenenberg, A. G., Haller, A., Schultze, W., Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, a.a.O., S. 1.069.

Tab. 19: **Kapitalkennziffern Vonovia SE**

Konzernbilanz Vonovia SE							
in v.H.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Durchschnitt 2012-2017
Eigenkapitalquote	25,2	34,4	40,4	38,3	42,7	44,5	39,9
Anspannungsgrad (Fremdkapitalquote)	74,8	65,6	59,6	61,7	57,3	55,5	60,1
Statischer Verschuldungsgrad	296,2	190,5	147,5	160,9	134,2	124,8	150,4
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia SE							

Eine allgemeingültige betriebswirtschaftliche Regel für ein *optimales Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital* gibt es hier nicht. Dennoch ist zwischen Eigen- und Fremdkapital ein *Leverage-Effekt* (eine „Hebelwirkung“) zu beachten. Dieser führt immer dann zu einer *Erhöhung (Senkung) der Eigenkapitalrendite*, wenn bei wachsendem (sinkendem) Verschuldungsgrad die *Gesamtkapitalrendite* größer (kleiner) ist als der *Fremdkapitalzinssatz*. Wie die Daten der Tab. 20 zeigen, lag von 2012 bis 2017 bei *Vonovia*, mit Ausnahme des Jahres 2012, der Fremdkapitalzinssatz immer unterhalb der Gesamtkapitalrendite. Selbst bei einem sinkenden Verschuldungsgrad ist hier die Eigenkapitalrendite noch stark „gehebelt“ worden.

Tab. 20: **Leverage-Effekt bei der Vonovia SE**

Konzernbilanz Vonovia SE							
in v.H.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Durchschnitt 2012-2017
Statischer Verschuldungsgrad	296,2	190,5	147,5	160,9	134,2	124,8	150,4
Gesamtkapitalrendite vor Steuern	6,1	8,8	5,8	6,9	13,2	11,5	9,6
Fremdkapitalzinssatz	5,4	3,9	3,1	2,1	2,3	1,5	2,6
Eigenkapitalrendite vor Steuern	8,1	18,1	9,9	14,6	27,8	24,0	20,2
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	430,9	285,6	271,5	410,4	421,9	306,2	2.126,5
Fremdkapital	7.930,9	7.274,8	8.797,0	19.092,2	18.633,7	20.825,1	82.553,7
Eigenkapital	8.361,8	7.560,4	9.068,5	19.502,6	19.055,6	21.131,3	84.680,2
Fiktiv gesteigerter Verschuldungsgrad	296,2	310,5	330,8	459,0	480,9	510,8	398,0
$G/EK = GKR + (GKR - rFK) * FK/EK$ bei konstantem Verschuldungsgrad von 2012	8,1	23,2	14,0	21,1	45,5	41,2	30,5
$G/EK = GKR + (GKR - rFK) * FK/EK$ bei gesteigerten Verschuldungsgrad	8,1	23,9	14,9	28,9	65,6	62,7	37,7
Leverage-Index vor Ertragsteuern	1,3	2,1	1,7	2,1	2,1	2,1	2,1
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia SE							

Wäre der *Verschuldungsgrad* von 2012 nur konstant geblieben, so hätte sich bei der *Vonovia* ceteris paribus die Eigenkapitalrendite sogar noch kräftig steigern lassen. Dies gilt noch mehr für einen gesteigerten Verschuldungsgrad. Lag die *Eigenkapitalrendite* von 2012 bis 2017 im Jahresdurchschnitt bei 22,2 Prozent, so hätte sie bei einem konstantem Verschuldungsgrad von 2012 bei 30,5 Prozent und bei einem gestiegenen Verschuldungsgrad sogar bei 37,7 Prozent gelegen (vgl. Tab. 20). Auch der *Leverage-Index* (Eigenkapitalrendite/Gesamtkapitalrendite) bestätigt den Befund, dass *Vonovia* einen wesentlich *höheren Verschuldungsspielraum* von 2012 bis 2017 hatte, diesen aber nicht zur Hebung einer *größeren Eigenkapitalrendite* genutzt hat. Der Leverage-Index lag in allen Jahren weit über eins (im Durchschnitt der Jahre sogar bei 2,1; vgl. Tab. 20), was ein Indikator für das Vorliegen einer großen *Leverage-Chance* ist. Hätte der Index dagegen unter eins gelegen, so wäre eine *Leverage-Gefahr* vorhanden gewesen. Dies war hier aber zu keinem Zeitpunkt der Fall.

## 5. Rentabilitäten bei der Vonovia

Die entscheidende Größe (Kennziffer) in einem kapitalistischen Unternehmen (zumindest in einem finanzmarktorientierten Unternehmen wie die Vonovia) ist die *Verzinsung des eingesetzten Kapitals*. Hier wird zwischen der Eigenkapitalrendite und der Gesamtkapitalrendite unterschieden. Die *Eigenkapitalrendite* zeigt die Verzinsung des Eigenkapitals vor und nach Besteuerung.

$$\text{Eigenkapitalrendite (vor und nach Ertragsteuern)} = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Eigenkapital}} * 100$$

Die *Gesamtkapitalrendite* gibt dagegen Auskunft über die Verzinsung des gesamten eingesetzten Kapitals, also des Eigen- und Fremdkapitals. Deshalb sind hier neben dem Gewinn auch die Fremdkapitalzinsen bei der Renditenberechnung zu berücksichtigen.

$$\text{Gesamtkapitalrendite (vor und nach Ertragsteuern)} = \frac{\text{Gewinn} + \text{Fremdkapitalzinsen}}{\text{Gesamtkapital}} * 100$$

Die *Vonovia* hat von 2012 bis 2017 (mit Ausnahme von 2012) hohe zweistellige Rentabilitäten realisiert. Dies gilt sowohl für die Eigenkapitalrendite als auch für die Gesamtkapitalrendite sowie vor und nach Ertragsteuern (vgl. Tab. 21). Die durchschnittliche *Verzinsung des Eigenkapitals* kam hier auf einen Wert von 20,2 Prozent vor Ertragsteuern und 13,0 Prozent nach Ertragsteuern. Auch die *Gesamtkapitalrendite* realisierte vor Steuern eine durchschnittliche Verzinsung von 9,6 Prozent und nach Steuern von 6,7 Prozent.

Im Vergleich mit den gesamten Unternehmen Deutschlands liegt die *Vonovia* allerdings, bis auf das Jahr 2016, unter den hier erzielten Rentabilitätswerten. Dies gilt insbesondere für das relativ schlechte Jahr 2014 bei der *Vonovia*.

Tab. 21: **Kapitalrenditen der Vonovia**

Konzernbilanz Vonovia SE							
in v.H.	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Durchschnitt 2012-2017
Eigenkapitalrendite vor Steuern	8,1	18,1	9,9	14,6	27,8	24,0	20,2
Eigenkapitalrendite nach Steuern	6,4	12,7	6,9	8,4	18,1	15,4	13,0
Gesamtkapitalrendite vor Steuern	6,1	8,8	5,8	6,9	13,2	11,5	9,6
Gesamtkapitalrendite nach Steuern	5,7	6,9	4,6	4,5	9,0	7,7	6,7
Gewinn vor Ertragssteuern (EBT)	215,8	689,6	589,1	1.734,5	3.859,8	4.007,4	11.096,2
Gewinn nach Ertragssteuern (Periodenergebnis)	172,2	484,2	409,7	994,7	2.512,9	2.566,9	7.140,6
Zum Vergleich Rentabilitäten der gesamten deutschen Wirtschaft							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Durchschnitt 2012 - 2017
Eigenkapitalrendite vor Steuern	23,5	20,9	20,2	18,1	21,7	ka.	
Eigenkapitalrendite nach Steuern	18,7	16,6	15,7	14,0	17,3	ka.	
Gesamtkapitalrendite vor Steuern	7,6	7,2	7,2	6,8	7,4	ka.	
Gesamtkapitalrendite nach Steuern	7,0	6,5	6,3	6,0	6,4		

Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia, Deutsche Bundesbank, diverse Monatsberichte

## 6. Um Investment Properties bereinigte wirtschaftliche Ergebnisse

Bei der bisherigen Analyse sind die zu Verkehrs-/Marktwerten bewerteten *Investment Properties* zu berücksichtigen. Diese führten zu beachtlich hohen *Zuschreibungen* im Anlagevermögen von *Vonovia* und entsprechenden *Buchgewinnen* in der GuV. Eine Bereinigung um diese Werte zeigt erst das realwirtschaftliche Bild von *Vonovia*. Nur so läßt sich die *tatsächliche Ertragskraft* als auch die *operative Rendite-Erzielungsfähigkeit* der *Vonovia SE* bestimmen.

Zunächst einmal reduziert sich durch die bereinigten Ergebnisse in der GuV die *Gesamtleistung* der *Vonovia* beträchtlich. Von 2012 bis 2017 auf kumuliert 12.059,5 Millionen Euro. Bei gleichem Materialaufwand geht der *Rohertrag* entsprechend stark zurück, auf kumuliert 7.260,0 Millionen Euro. Die *Rohertragsquote* lag dabei im Durchschnitt der Jahre 2012 bis

2017 bei 60,2 Prozent. Zur Erinnerung: Mit dem *Bewertungsergebnis Investment Properties* betrug die Rohertragsquote 77,3 Prozent. Zieht man vom Rohertrag die Abschreibungen und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen ab, so lag die *Wertschöpfung* kumuliert bei 5.790,7 Millionen Euro, was einer *Wertschöpfungsquote* von 48,0 Prozent entsprach. Dabei ist die Quote stark rückläufig. Von 48,4 Prozent (2012) auf 42,3 Prozent (2017). Dies zeigt eine entsprechende realwirtschaftliche Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation der *Vonovia*. Inklusiv der *Investment Properties* kam die Wertschöpfungsquote dagegen auf einen kumulierten Wert von 70,4 Prozent. Hier war im Gegensatz zur relativ rückläufigen tatsächlichen Ertragskraft der *Vonovia* die Quote mit Buchgewinnen extrem ansteigend. Von 56,1 Prozent (2012) auf 72,5 Prozent (2017) (vgl. Tab. 22).

Tab. 22: **Bereinigte Wertschöpfungsrechnung Vonovia**

Bereinigte Wertschöpfungsrechnung Vonovia SE							
in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012- 2017
Erlöse aus Immobilienbewirtschaftung	1.064,9	1.067,6	1.156,6	2.063,5	2.209,3	2.391,6	9.953,5
Ergebnis aus der Veräußerung von Immobilien	51,6	52	69	119	102,2	151,5	545,3
Aktivierete Eigenleistungen aus Modernisierungen	9,9	42,0	85,6	174,9	341,0	458,1	1.111,5
Sonstige betriebliche Erträge	43,5	45,8	65,3	73,1	105,3	116,2	449,2
Bewertungsergebnis Properties	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>1.169,9</b>	<b>1.207,4</b>	<b>1.376,5</b>	<b>2.430,5</b>	<b>2.757,8</b>	<b>3.117,4</b>	<b>12.059,5</b>
Materialaufwand	523,3	502,8	542,6	972,5	1.081,9	1.176,4	4.799,5
Rohertrag	646,6	704,6	833,9	1.458,0	1.675,9	1.941,0	7.260,0
<b>Rohertragsquote in v.H.</b>	<b>55,3</b>	<b>58,4</b>	<b>60,6</b>	<b>60,0</b>	<b>60,8</b>	<b>62,3</b>	<b>60,2</b>
Abschreibungen	6,1	6,8	7,4	13,4	27,0	372,2	432,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	74,7	93,8	141,1	246,1	229,4	251,3	1.036,4
<b>Wertschöpfung</b>	<b>565,8</b>	<b>604,0</b>	<b>685,4</b>	<b>1.198,5</b>	<b>1.419,5</b>	<b>1.317,5</b>	<b>5.790,7</b>
<b>Wertschöpfungsquote in v.H.</b>	<b>48,4</b>	<b>50,0</b>	<b>49,8</b>	<b>49,3</b>	<b>51,5</b>	<b>42,3</b>	<b>48,0</b>
Personalaufwand	116,2	172,1	184,6	359,7	353,8	416,0	1.602,4
<b>Personalintensität in v.H.</b>	<b>9,9</b>	<b>14,3</b>	<b>13,4</b>	<b>14,8</b>	<b>12,8</b>	<b>13,3</b>	<b>13,3</b>
Beschäftigte (jahresdurchschnittlich)	1.819,0	2.738,0	3.411,0	6.027,0	6.937,0	8.300,0	4.872,0
davon Auszubildende	85,0	117,0	152,0	352,0	419,0	462,0	264,5
Personalaufwand je Beschäftigten in Euro p.a.	63.881	62.856	54.119	59.681	51.002	50.120	56.943
Arbeitsproduktivität in Euro*	311.050	220.599	200.938	198.855	204.627	158.735	215.801
Arbeitsproduktivität in v.H. zum Vorj.		-29,1	-8,9	-1,0	2,9	-22,4	-12,6
<b>Lohnquote in v.H.</b>	<b>20,5</b>	<b>28,5</b>	<b>26,9</b>	<b>30,0</b>	<b>24,9</b>	<b>31,6</b>	<b>27,7</b>
<b>Mehrwert</b>	<b>449,6</b>	<b>431,9</b>	<b>500,8</b>	<b>838,8</b>	<b>1.065,7</b>	<b>901,5</b>	<b>4.188,3</b>
<b>Mehrwertquote in v.H.</b>	<b>79,5</b>	<b>71,5</b>	<b>73,1</b>	<b>70,0</b>	<b>75,1</b>	<b>68,4</b>	<b>72,3</b>
Mehrwert je Beschäftigten	247.169	157.743	146.819	139.174	153.625	108.614	158.857
Zinsen	430,9	285,6	271,5	410,4	421,9	306,2	2.126,5
Miete/Pacht	8,5	10,4	11,3	17,4	20,1	22,0	89,7
<b>Gewinn vor Ertragssteuern</b>	<b>10,2</b>	<b>135,9</b>	<b>218,0</b>	<b>411,0</b>	<b>623,7</b>	<b>573,3</b>	<b>1.972,1</b>
<b>Gewinn vor Steuern je Beschäftigten</b>	<b>5.607</b>	<b>49.635</b>	<b>63.911</b>	<b>68.193</b>	<b>89.909</b>	<b>69.072</b>	<b>57.721</b>
*Personalaufwand je Beschäftigten + Mehrwert je Beschäftigten = Arbeitsproduktivität							
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia SE							

Unter Berücksichtigung der Wertschöpfungsgröße *Personalaufwand* lag der *Mehrwert* für die Kapitaleigner der *Vonovia* von 2012 bis 2017 kumuliert bei 4.188,3 Millionen Euro. Dies entsprach einer durchschnittlichen *Mehrwertquote* von 72,3 Prozent. Mit Buchgewinnen kam die Quote auf einen Wert von 89,3 Prozent. Der jahresdurchschnittliche *Mehrwert pro Beschäftigten ohne Buchgewinn* erreichte trotzdem einen sehr hohen Wert von 158.857 Euro. Die *Lohnquote* (Personalaufwand/Wertschöpfung) ohne Buchgewinne kam hier auf einen durchschnittlichen Wert von nur 27,7 Prozent – mit Buchgewinnen sogar auf nur 10,7 Prozent, wobei die Lohnquote ohne Buchgewinne auch noch rückläufig war, von 15,1 Prozent (2012) auf 8,8 Prozent (2017) (vgl. Tab. 22). Mit Buchgewinnen stieg sie dagegen von 20,5 Prozent (2012) auf 31,6 Prozent in 2017.

Wie niedrig die *Lohnquoten* bei *Vonovia* ausfallen zeigt ein Vergleich der Lohnquoten für die gesamte deutsche Wirtschaft. Hier lagen die Lohnquoten von 2012 bis 2017 nicht einmal unter 67 Prozent. Im Jahr 2017 lag sie bei 68,5 Prozent (vergleiche ausführlich zur Mehrwertproduktion und Bezahlung der *Vonovia*-Beschäftigten Kap. II/8.4).

Auch die *Personalintensität* war bei der *Vonovia* unter Berücksichtigung bereinigter Buchwerte höher als ohne wertmäßige Zuschreibungen bei den Investment Properties. Jahresdurchschnittlich lag die Personalintensität von 2012 bis 2017 bei 13,3 Prozent. Der *Personalaufwand je Beschäftigten* kam im Durchschnitt auf 56.943 Euro. Hier ist ein starker Rückgang von 63.881 Euro (2012) auf 50.120 Euro (2017), um -21,5 Prozent, zu verzeichnen (vgl. Tab. 22). Dabei war gleichzeitig die *Arbeitsproduktivität* stark rückläufig. Die vielen Aufkäufe der Immobiliengesellschaften (vgl. Kap. I/3.1) haben hier zwar die durchschnittlichen Personalaufwendungen pro Kopf gesenkt. Dagegen konnten aber offensichtlich noch keine positiven personalwirtschaftlichen Synergieeffekte realisiert werden. So ging die jahresdurchschnittliche Arbeitsproduktivität von 2012 bis 2017 um -12,6 Prozent zurück (vgl. Tab. 22).

Eine weitere Analyse der tatsächlichen wirtschaftlichen Situation der *Vonovia* zeigt Folgendes: Von dem kumulierten *Gewinn vor Ertragsteuern* in den Jahren 2012 bis 2017 in Höhe von 11.096,2 Millionen Euro blieben mal gerade 1.972,1 Millionen Euro, also nur 17,8 Prozent, übrig (vgl. Tab. 22). Die Differenz von 9.124,1 Millionen Euro waren reine *Buchgewinne* durch eine marktbezogene Höherbewertung der Investment Properties. Zieht man vom Gewinn vor Ertragsteuern die *Ertragsteuern* (bei einem unterstellten durchschnittlichen Steuersatz von 30 Prozent) in Höhe von dann 591,6 Millionen Euro ab, so verblieb ein kumulierter *Gewinn nach Ertragsteuern* von 1.380,5 Millionen Euro übrig (vgl. Tab. 23). Dies ist das kumuliert verbleibende *bewertungsneutrale (tatsächliche) Ergebnis* der *Vonovia* für die Jahre

2012 - 2017. Und nicht der mit Buchgewinnen in der Konzernbilanz ausgewiesene Gewinn nach Ertragsteuern in Höhe von 7.140,6 Millionen Euro (vgl. Tab. 11).

Was passierte mit dem Gewinn? Er wurde nicht thesauriert, sondern, bis auf 2012, an die *Shareholder* der *Vonovia* als *Dividende* in Höhe von 1.925,4 Millionen Euro zur Ausschüttung gebracht. Dabei reichte aber von 2013 bis 2017 der tatsächliche Gewinn nach Ertragsteuern in Höhe von 1.380,5 Millionen Euro nicht aus, so dass es in jedem Jahr zu einem *Substanzverlust* bzw. zu einer *Substanzausschüttung* kam. Kumuliert betrachtet lag sie bei 544,9 Millionen Euro (vgl. Tab. 23).

Tab. 23: **Bereinigtes Konzernergebnis Vonovia**

Bereinigtes Konzernergebnis Vonovia SE							
in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Kumuliert 2012 - 2017
Gewinn vor Ertragsteuern inkl. Buchgewinne	215,8	689,6	589,1	1.734,5	3.859,8	4.007,4	11.096,2
Bewertungsergebnis Properties	205,6	553,7	371,1	1.323,5	3.236,1	3.434,1	9.124,1
Bewertungsergebnis Properties (kumuliert)	205,6	759,3	924,8	2.248,3	5.484,4	8.918,5	
Um Buchgewinne bereinigtes Ergebnis vor Ertragsteuern	10,2	135,9	218,0	411,0	623,7	573,3	1.972,1
Ertragsteuern (unterstellt 30 Prozent)	3,1	40,8	65,4	123,3	187,1	172,0	591,6
Gewinn nach Ertragsteuern ohne Buchgewinne	7,1	95,1	152,6	287,7	436,6	401,3	1.380,5
Dividentenausschüttung	0	157,0	168,2	438,0	521,9	640,3	1.925,4
Substanzauschüttung	7,1	-61,9	-15,6	-150,3	-85,3	-239,0	-544,9
Bilanzielles Eigenkapital (inkl. Properties)	2.677,4	3.818,0	5.962,2	11.866,9	13.888,4	16.691,2	54.904,1
Eigenkapital ohne Properties	2.471,8	3.058,7	5.037,4	9.618,6	8.404,0	7.772,7	36.363,2
Bewertungsneutrale Eigenkapitalrendite vor Ertragsteuern in v.H.	0,4	4,4	4,3	4,3	7,4	7,4	5,4
Eigenkapitalrendite vor Ertragssteuern in v.H. (inkl. Properties)	8,1	18,1	9,9	14,6	27,8	24,0	20,2
Bewertungsneutrale Eigenkapitalrendite nach Ertragsteuern in v.H.	0,3	3,1	3,0	3,0	5,2	5,2	3,8
Eigenkapitalrendite vor Ertragssteuern in v.H. (inkl. Properties)	6,4	12,7	6,9	8,4	18,1	15,4	13,0
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia SE							

Durch die bewertungsneutralen Ergebnisse und das ebenfalls bewertungsneutral gestellte Eigenkapital reduzieren sich auch die *Eigenkapitalrenditen vor und nach Ertragsteuern* der *Vonovia* beträchtlich. Lag von 2012 bis 2017 die jahresdurchschnittliche Eigenkapitalrendite vor Ertragsteuern bei 20,2 Prozent, so betrug sie bewertungsneutral lediglich noch 6,4 Prozent. Und nach Ertragsteuern ging die Eigenkapitalrendite von 13,0 auf 3,8 Prozent zurück.

Ein Vergleich mit der *Eigenkapitalrendite* der *gesamten deutschen Wirtschaft* (vgl. Tab. 21) fällt dann für die *Vonovia* mehr als bescheiden aus. Hier bestätigt sich aber nur der allgemeine Befund, dass Wohnungsunternehmen mit ihrem eigentlichen Geschäft der Wohnungsvermietung nur relativ schmale Renditen erzielen können. Hier sei auch noch einmal auf die gezeigten niedrigen *Miet-Brutto-Renditen* und hohen *Mietmultiplikatoren* bei der *Vonovia* verwiesen (vgl. Kap. I/3.4; Tab. 4 und 5).

## 7. Steuerzahlungen an den Staat

Die unterschiedlichen Ergebnisse wirken sich auch auf die *Steuerzahlungen* der *Vonovia* aus. Im Geschäftsbericht 2017 heißt es dazu: „Der laufende Steueraufwand wird auf Basis des zu versteuernden Ergebnisses des Geschäftsjahres ermittelt. Für das Geschäftsjahr 2017 beträgt bei den inländischen Gesellschaften der zusammengefasste *Steuersatz* aus Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag 15,8 Prozent (2016: 15,8 Prozent). Einschließlich der Gewerbesteuer von annähernd 17,3 Prozent (2016: 17,3 Prozent) ergibt sich für 2017 im Inland grundsätzlich ein *Gesamtsteuersatz* von 33,1 Prozent (2016: 33,1 Prozent). Für die in *Österreich* ansässigen Gesellschaften beträgt der Körperschaftsteuersatz 25 Prozent. Die *Vonovia Finance B.V.* unterliegt mit ihren Einkünften dem niederländischen Steuerrecht; laufende Steuer fällt dort in Höhe von 2,3 Millionen Euro (2016: 2,0 Millionen Euro) an. Die weiteren in den Niederlanden ansässigen immobilienhaltenden Gesellschaften sind in Deutschland beschränkt körperschaftsteuerpflichtig. Diese und die anderen ausländischen Gesellschaften zahlen in den Ansässigkeitsstaaten aus Konzernsicht unwesentliche Steuern. Im Jahr 2016 waren wegen des Wegfalls der erweiterten Grundstückskürzung bei verschiedenen Gesellschaften *passive latente Steuern*<sup>87</sup> dort erstmalig auch mit Gewerbesteuer zu bewerten; dieser Effekt hat im Vorjahr zu einem latenten Steueraufwand von 46,7 Millionen Euro geführt.“<sup>88</sup>

---

<sup>87</sup> *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.

<sup>88</sup> Vonovia Geschäftsbericht 2017, S.143.

Tab. 24: Steuerzahlungen Vonovia

Steuerzahlungen Vonovia							
in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012 - 2017
Ertragssteuern	43,6	205,4	179,4	739,8	1.346,9	1.440,50	3.955,6
Effektiver Ertragssteuersatz in v.H.	20,2	29,8	30,5	42,7	34,9	35,9	35,6
Quelle: Auswertung Geschäftsberichte Vonovia							

Insgesamt zahlte *Vonovia* von 2012 bis 2017 an *Ertragsteuern* 3.955,6 Millionen Euro. Das entsprach einem *effektiven Ertragssteuersatz* von 35,6 Prozent (vgl. Tab. 24). Ohne die gezeigten hohen Buchgewinne der *Vonovia* bzw. der Höherbewertung der Investment Properties hätten sich dagegen die Ertragssteuerzahlungen bei einem geschätzten durchschnittlichen Steuersatz von 30 Prozent auf 591,6 Millionen Euro belaufen. Vonovia hat demnach 3.364,0 Millionen Euro mehr an Steuern an den Fiskus abgeführt. Damit ist der *Staat*, nach den Shareholdern, der größte Profiteur der Vonovia-Geschäftspolitik.

## 8. Beschäftigte, Mitbestimmungskultur, Aufsichtsrat und Vorstand

### 8.1 Beschäftigte und Beschäftigungsentwicklung

Wie jedes Unternehmen benötigt *Vonovia* Beschäftigte. Hier stellt sich dann die Frage, ob auch die Beschäftigten, wie die *Shareholder* und der *Staat*, von der Vonovia-Geschäftspolitik profitiert haben? Zunächst ist einmal zu konstatieren, dass die Zahl der Beschäftigten in den letzten Jahren stark gestiegen ist. Dies hängt zu einem Großteil mit den *Akquisitionen* der *Vonovia*, also nicht mit einem organischen, sondern mit einem *externen Wachstum*, zusammen (vgl. Kapitel I/3.1). Von 2012 bis 2017 nahm so die Zahl der Beschäftigten jahresdurchschnittlich von 1.819 auf 8.300 zu. Am 31.12.2017 lag die Beschäftigtenzahl bei 8.448 Mitarbeitern. Dies war in sechs Jahren eine Steigerung um 356,3 Prozent!

Mehr als 92 Prozent der Beschäftigten haben dabei einen *unbefristeten Arbeitsvertrag* und ca. 36 Prozent der *Führungskräfte* sind Frauen. Auch die Zahl der *Auszubildenden* stieg von 2012 bis 2017 kräftig von 85 auf 462, um 443,5 Prozent! Von den 462 Auszubildenden entfielen 144 auf kaufmännische und 318 auf gewerbliche Berufe. *Vonovia* bildet an 22 Standorten in 14 verschiedenen Ausbildungsberufen aus, ergänzt um *duale Studiengänge* in Kooperationen mit Fachhochschulen. 2017 betrug der Anteil der Auszubildenden an der Gesamtbelegschaft 5,5 Prozent. „Für die hervorragende *Qualität der Ausbildung* erhielt Vonovia 2016 vom *GdW*

(Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen) die Auszeichnung als vorbildliches Ausbildungsunternehmen und von *Focus Money* die Auszeichnung ‚Deutschlands beste Ausbildungsbetriebe‘. Der *Deutsche Olympische Sportbund*, Vertreter der *Sportministerkonferenz* und des *Deutschen Industrie- und Handelskammertages* (DIHT) ehrten *Vonovia* als spitzensportfreundlicher Betrieb des Jahres 2017. Ausgezeichnet wurde das herausragende Engagement des Unternehmens, welches den Top-Athletinnen und -Athleten optimale Bedingungen bietet, um Leistungssport und berufliche Karriere miteinander verbinden zu können. Darüber hinaus erhielt *Vonovia* vom *Wirtschaftsmagazin Capital* die Auszeichnung ‚Beste Ausbilder Deutschlands‘.<sup>89</sup>

## 8.2 Fehlender Personalvorstand und Mitbestimmungskultur

Der vierköpfige *Vorstand* der *Vonovia* (vgl. Kap. II/8.5) bezeichnet die *Beschäftigten* (neben den Kapitalgebern, Mietern und der Gesellschaft als Ganzes) als „Zielgruppe“ für eine „erfolgreiche Geschäftspolitik“. „Leistung, Wertschätzung und Verantwortung in Verbindung mit Teamgeist sind das Ziel unseres *Personalmanagement*“, schreibt der Vorstand. „Für die Umsetzung unserer Mission und der Verfolgung unserer Wachstumsstrategie brauchen wir gut ausgebildete, qualifizierte Mitarbeiter, denn unser Erfolg beruht ganz wesentlich auf ihrem Know-how, ihrem Engagement und ihrer Motivation. Durch eine optimale Ergänzung aus internen und externen Rekrutierungen und dem Angebot zielführender Weiterbildungen und Berufsausbildungen besetzen wir unsere Stellen mit den geeigneten Personen. Um qualifizierte Mitarbeiter dauerhaft an uns zu binden und auch in Zukunft ein attraktiver Arbeitgeber zu sein, fördern wir die Gesundheit unserer Mitarbeiter durch verschiedene Gesundheitsangebote, unterstützen bei der Vereinbarkeit von Beruf und Familie und bieten eine Beteiligung am Unternehmenserfolg an. Auch auf Gleichberechtigung und Vielfalt wird in allen Unternehmensbereichen Wert gelegt. Bei uns sind Menschen aller Altersgruppen, verschiedenster Nationalitäten und Kulturen sowie beider Geschlechter, unterschiedlichster Ausbildungsgrade und unterschiedlicher Behinderungsgrade beschäftigt. Allein die Nationalität unserer Belegschaft spiegelt mit etwa 60 verschiedenen Nationen unseren Anspruch an Vielfalt wider. Diese Vielfalt ist für uns selbstverständlich und passt zur Vielfalt unserer Mieter.“<sup>90</sup>

Dass hört sich aus Sicht des *Vonovia*-Vorstands alles sehr gut an. Bei einer objektiven Betrachtung ist diesbezüglich aber viel *Kritik* zu üben. Hier ist zunächst einmal zu monieren, dass es für den *Personalbereich* bei der *Vonovia* keinen ausschließlich für die Beschäftigten

---

<sup>89</sup> Geschäftsbericht *Vonovia* 2017, S. 64.

<sup>90</sup> Ebenda, S. 63f.

zuständigen *Personalvorstand (Arbeitsdirektor)*<sup>91</sup> gibt – und das in einem Unternehmen mit ca. 8.500 Beschäftigten. Bei der *Vonovia* wird das Personalmanagement nur in einer „Nebenfunktion“ (Verantwortlichkeit) vom *Vorstandsvorsitzenden* auf der ersten Führungsebene „mitgemanagt“. Dies reicht im Kontext eines heute modernen (holistischen), strategisch und partizipativ-demokratisch angelegten Personalmanagements bei weitem nicht mehr aus.<sup>92</sup> Allein schon vor dem Hintergrund eines berechtigten und *wachsenden Beteiligungsanspruchs* von abhängig Beschäftigten und den sich immer weiter ausdifferenzierenden Anforderungen an Arbeitsorganisationen (auch im Hinblick auf eine zunehmende Digitalisierung) sowie eine zunehmende Relevanz auch gesellschaftspolitischer Fragestellungen und personalbezogener Risiken in der Unternehmensführung, muss dem Personal eine *eigenständige Vertretung* auf höchster unternehmerischer Führungsebene, also auf Vorstands- bzw. Geschäftsführerebene zugestanden werden.

Wichtig ist in diesem Kontext die *Mitbestimmungsfrage*.<sup>93</sup> Dabei folgt die *ökonomische!* Erklärung für Mitbestimmung einer einfachen Logik:<sup>94</sup> Nur die Beschäftigten „bewegen“ und „beleben“ ein Unternehmen. Ohne Beschäftigte gäbe es gar keine Unternehmen, sieht man einmal vom sogenannten Solo-Unternehmer ab! Offensichtlich tun sich aber auch hier die Kapitalvertreter im AR bei der *Vonovia* schwer, eine gleichberechtigte (qualifizierte) Mitbestimmung zu akzeptieren. Jedenfalls gibt es in einem der größten Unternehmen Deutschlands keinen einzigen *Beschäftigten- und Gewerkschaftsvertreter* im *Aufsichtsrat (AR)*. *Vonovia* nutzt dabei die Gesellschaftsrechtsform einer *Europäischen Aktiengesellschaft (SE)*, um eine *unternehmensbezogene (paritätische) Mitbestimmung*<sup>95</sup> zu verhindern. Nach dem *Mitbestimmungsgesetz von 1976* hätten die Beschäftigten und die Gewerkschaft einen rechtlichen Anspruch auf die Hälfte der Sitze in einem numerisch-paritätisch besetzten AR. Hier hätte der immer von der Kapitaleseite gestellte AR-Vorsitzende nach einer Pattabstimmung im AR zwar

---

<sup>91</sup> Vgl. Viesel, S., *Der Arbeitsdirektor, Aufgaben und Pflichten*, Köln 1973, Przybylski, C., *Die mitbestimmungsrechtliche Bedeutung des Arbeitsdirektors nach dem MitbestG 1976*, (Diss.), Frankfurt a.M. 1983, Spie, U., *Der Personalmanager im Vorstand*, Stuttgart 1985,

<sup>92</sup> Vgl. Giertz, J.-P., Scholz, R., *Strategische Personalarbeit ohne eigenständigen Personalvorstand?*, in: WSI-Mitteilungen, Heft 2/2018, S. 140ff., Bontrup, H.-J., *Arbeit, Kapital und Staat, Plädoyer für eine demokratische Wirtschaft*, 5. Aufl., Köln 2013.

<sup>93</sup> Vgl. von Nell-Breuning, O., *Mitbestimmung – wer mit wem?*, Freiburg i.Br. 1969, Däubler, W., *Das Grundrecht auf Mitbestimmung*, (Habilitationsschrift), 3. Aufl., Frankfurt a.M. 1975, (AGAR) Arbeitsgruppe Arbeitsrecht, Nagel, B., *Unternehmensmitbestimmung. Eine problemorientierte Unternehmensmitbestimmung*, Köln 1980. WSI-Projektgruppe *Mitbestimmung in Unternehmen und Betrieb*, Köln 1981, Edenfeld, S., *Recht der Arbeitnehmermitbestimmung*, 2. Aufl., Heidelberg 2005, Bontrup, H.-J., Müller, J. u.a., *Wirtschaftsdemokratie. Alternative zum Shareholder-Kapitalismus*, Hamburg 2006, Demirovic, A., *Demokratie in der Wirtschaft. Positionen, Probleme, Perspektiven*, Münster 2007.

<sup>94</sup> Vgl. dazu ausführlich Bontrup, H.-J., *Mitbestimmung – eine politökonomische Begründung*, in spw, Heft 1/2003, S. 44ff., Bontrup, H.-J., *Ökonomische Begründungen für Mitbestimmung*, in: Marquardt, J., Sonnenberg, B., Sudhoff, J. (Hrsg.), *Es geht anders! Neue Denkanstöße für politische Alternativen*, Köln 2014, S. 146ff.

<sup>95</sup> Vgl. zur unternehmensbezogenen Mitbestimmung ausführlich Bontrup, H.-J., *Arbeit, Kapital und Staat*, a.a.O.

ein *doppeltes Stimmrecht*, nichtsdestotrotz könnten aber die Mitbestimmungsvertreter der Beschäftigten im AR *Einfluss auf die Unternehmenspolitik und -strategie ausüben*. Hier sei nur beispielhaft der Mangel angeführt, dass die Beschäftigten der *Vonovia* wegen der fehlenden unternehmerischen Mitbestimmung nicht an der wichtigen *Bestellung der Vorstandsmitglieder* und deren *Geschäftsverteilungsplan* (hier wird auch die Zuordnung des Personalmanagements entschieden, s.o.) beteiligt sind und somit *keinen Einfluss* nehmen können. Hier entscheidet *autokratisch* nur der mit *Kapitalvertretern* besetzte AR bei *Vonovia*.

Auch bei der Durchsetzung der *betrieblichen Mitbestimmung* auf Basis des Betriebsverfassungsgesetzes durch Betriebsräte gab es in der Vergangenheit immer wieder größere Probleme. Dabei kam es sogar zu *Handgreiflichkeiten* gegenüber einer hauptamtlichen Gewerkschaftssekretärin von *ver.di* auf einer Betriebsversammlung des Immobilienservice Nordost in Kleinmachnow im Jahr 2015. „Das Unternehmen *Vonovia* zeigt damit sein wahres Gesicht. Das ist der traurige Höhepunkt einer Reihe von Angriffen auf aktive Gewerkschafterinnen und Gewerkschafter, die wir nicht hinnehmen werden, sagte *ver.di*-Bundesvorstandsmitglied *Ute Kittel*.“<sup>96</sup> *Ver.di* musste hart und lange kämpfen, um schließlich über einen *Tarifvertrag* gemäß § 3 BetrVG<sup>97</sup> unternehmenseinheitliche Betriebsratsgremien (örtliche Betriebsräte, Gesamtbetriebsräte und einen Konzernbetriebsrat) bei der *Vonovia* zu konstituieren. Durch die vielen Akquisitionen (vgl. Kap. I/3.1) und unternehmensinternen Umstrukturierungen gibt es aber in Folge in den Betriebsratsgremien notwendig werdende Neuwahlen und immer wieder Umorganisationsprobleme. Das erschwert eine sachgerechte und kontinuierliche Betriebsratsarbeit und schwächt damit kontraproduktiv die betriebliche Mitbestimmung, die aber, selbst bei optimalen Strukturen, in keiner Weise die bei der *Vonovia* fehlende *unternehmensbezogene Mitbestimmung* im AR ersetzen kann.

### 8.3 Zum Aufsichtsrat

Der AR bei der *Vonovia* besteht satzungsmäßig aus 12 Mitgliedern, die ausschließlich von den *Shareholdern* auf der Hauptversammlung bestimmt werden. Neu bestellt und gleich zum *Vorsitzenden des AR* gewählt wurde in Bochum auf der letzten Hauptversammlung im Mai 2018 der ehemalige Vorstand der Deutschen Bank, *Jürgen Fitschen* (1948), Senior Advisor

---

<sup>96</sup> <https://www.derdi.de/themen/nachrichten/++co++72d821ca-86dd-11e5-qOfb-> (31.07.2018)

<sup>97</sup> Vgl. Fitting, K., Auffarth u.a., Betriebsverfassungsgesetz, Handkommentar, 28. Aufl., München 2016, S. 162ff., Däubler, W., Kittner, M., Klebe, T., Wedde, P. (Hrsg.), BetrVG, Betriebsverfassungsgesetz mit Wahlordnung und EBR-Gesetz, 15. Aufl., Frankfurt a.M. 2016, S. 318ff.

der Deutsche Bank AG.<sup>98</sup> Stellvertretender Vorsitzender ist *Prof. Dr. Edgar Ernst* (1952), Präsident Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR). Weitere Mitglieder sind: Mitglied des Finanzausschusses: *Dr. Ute Geipel-Faber* (1950), selbständige Unternehmensberaterin, Mitglied des Prüfungsausschusses: *Burkhard Ulrich Drescher* (1951), Geschäftsführer der InnovationCity Management GmbH, Mitglied des Prüfungsausschusses: *Vitus Eckert* (1969), Rechtsanwalt, Mitglied des Prüfungsausschusses: *Dr. Florian Funck* (1971), Mitglied des Vorstands der Franz Haniel & Cie. GmbH, Mitglied des Finanzausschusses: *Daniel Just* (1957), Vorsitzender des Vorstands der Bayerischen Versorgungskammer, Mitglied des Präsidial- und Normierungsausschusses: *Hildegard Müller* (1967), Mitglied des Vorstands inno-gy SE (COO Netz & Infrastruktur), Mitglied des Präsidial- und Normierungsausschusses: *Prof. Dr. Klaus Rauscher* (1949), selbständiger Unternehmensberater, Mitglied des Präsidial- und Normierungsausschusses: *Dr. Ariane Reinhart* (1969), Mitglied des Vorstands der Continental AG, Vorsitzende des Finanzausschusses, Mitglied des Präsidial- und Normierungsausschusses: *Clara-Christina Streit* (1968), selbständige Unternehmensberaterin, Mitglied des Finanzausschusses: *Christian Ulbrich* (1966), Global CEO & President Jones Lang LaSalle Incorporated.

Die *Mitglieder des AR* haben im Geschäftsjahr 2017 *Gesamtbezüge* in Höhe von 1,8 Millionen Euro erhalten. 2016 lagen die Bezüge auch bei 1,8 Millionen Euro. Pro Aufsichtsratsmitglied waren das im Durchschnitt 150.000 Euro p.a.

#### **8.4 Mehrwertproduktion und Bezahlung der Beschäftigten**

Wie bei der Mitbestimmungsfrage sollten auch bei der *Wertschöpfungsverteilung* die Beschäftigten im Mittelpunkt stehen. Denn nur sie generieren in einem Unternehmen die verkaufbaren *Werte*. Das von den Kapitaleignern gestellte Kapital in Form von Maschinen und Gebäuden ist dagegen bei der Verwertung auf den Menschen angewiesen. Es ist „totes Kapital“, das selbst in einer Vorperiode auch nur von Menschen geschaffen worden ist. Das vergegenständlichte Kapital gibt nur einen Wert in Form von *Abschreibungen* ab, schafft aber

---

<sup>98</sup> *Jürgen Fitschen* war seit 1987 bei der Deutschen Bank und wurde 1993 Bereichsvorstand für das Firmenkundengeschäft mit Sitz in Singapur. 2001 wurde er in den Konzernvorstand berufen und löste 2011 zusammen an der Spitze der Bank mit Anshu Jain den damaligen Vorsitzenden Josef Ackermann ab. Am 7. Juni 2015 gab die Deutsche Bank bekannt, dass Jain und Fitschen ihre bis zum 31. März 2017 befristeten Verträge vorzeitig beenden werden. Hintergrund war wohl ein Ermittlungsverfahren gegen Fitschen und vier Mitangeklagte wegen des Verdachts des Umsatzsteuerbetrugs im Zusammenhang mit der Insolvenz der Kirch-Gruppe. Das Gerichtsverfahren endete jedoch mit einem Freispruch der Angeklagten. Fitschen schied dann zum 19. Mai 2016 aus dem Vorstand der Deutschen Bank aus. Seitdem fungiert Fitschen über einen Beratervertrag als Senior Advisor der Bank für das nationale Firmenkundengeschäft. Neben dem jüngsten Aufsichtsratsmandat bei Vonovia (Vorsitz) ist Fitschen auch noch Aufsichtsrat der Metro AG, im Verwaltungsrat von Kühne + Nagel sowie Aufsichtsrat bei der Ceconomy AG.

selbst ohne den Menschen *keinen Neuwert*, kein Überschussprodukt in Form eines *Mehrwerts* (Gewinn, Zins und Grundrente). Diesen erzeugen die Arbeitskräfte im Produktionsprozess, weil sie für die Reproduktion ihrer Arbeitskraft weniger an Arbeitsentgelt erhalten als sie an verkaufbaren Werten schaffen. „Der Grund des Mehrwerts ist, daß die Arbeit mehr produziert als zu ihrem Unterhalt erforderlich ist.“<sup>99</sup> Ohne eine Mehrwertproduktion fragt übrigens auch kein Unternehmer einen Beschäftigten, selbst einen Top-Ausgebildeten und Hochqualifizieren, an den Arbeitsmärkten nach. Es gilt das ökonomische Gesetz:

*Wert der Arbeit > Wert der Arbeitskraft = Mehrwert (Gewinn, Zins und Grundrente)*

Analysiert man hier die Wertschöpfung von *Vonovia*, so fällt die *Mehrwertproduktion je Beschäftigten und ihre -realisation* (selbst ohne Buchgewinne (vgl. Kap. II/6) und einer 2017 stark einbrechenden Wertschöpfung) extrem hoch aus. Von 2012 bis 2017 kam die kumulierte Wertschöpfung auf 5.790,7 Millionen Euro und der *Personalaufwand*, das gesamte Arbeitsentgelt der Beschäftigten (inkl. sogenannter Unternehmeranteile zur Sozialversicherung), auf nur 1.602,4 Millionen Euro. Der *Mehrwert* lag demnach bei 4.188,3 Millionen Euro mit einer außergewöhnlich hohen jahresdurchschnittlichen *Mehrwerttrate* von 72,3 Prozent und einem durchschnittlich realisierten *Mehrwert je Beschäftigten* von 158.857 Euro. Entsprechend niedrig fiel die *Lohnquote* mit 27,7 Prozent aus. Hier gilt mit dem großen schottischen Ökonomen Adam Smith: „Was der eine bekommt, kann der andere bei der Verteilung der Wertschöpfung nicht mehr haben.“ Immerhin ist es dabei aber, auf Basis des niedrigen Verteilungsniveaus für die Beschäftigten, zu einem *Anstieg der Lohnquote* von 20,5 Prozent (2012) auf 31,6 Prozent (2017) und damit zu einer *Umverteilung zu Gunsten der Beschäftigten* gekommen. Dies zeigt sich auch beim extrem starken Rückgang des *Mehrwerts je Beschäftigten* von 247.169 Euro (2012) auf 108.614 Euro (2017), um -56,1 Prozent. Die wesentliche Ursache liegt im aufgezeigten extremen Beschäftigungszuwachs von 356,3 Prozent! (vgl. Kap. II/8.1)

In der Wertschöpfung ist der Personalaufwand (die mit Faktorkosten bewertete Brutto-Arbeitsmenge) enthalten. Bezieht man dabei den Personalaufwand auf die Gesamtleistung, so erhält man die *Personalintensität*.

$$\text{Personalintensität} = \frac{\text{Personalaufwand}}{\text{Gesamtleistung}} * 100$$

Diese läßt sich tautologisch auch bestimmen aus

---

<sup>99</sup> Mill, J. S., Grundsätze der politischen Ökonomie mit einigen ihrer Anwendungen auf die Sozialphilosophie, 2. Aufl., Jena 1924, S. 613.

$$\text{Personalintensität} = \frac{\text{Lohnniveau}}{\text{Arbeitsproduktivität}} * 100,$$

wobei sich das Lohnniveau aus

$$\text{Lohnniveau} = \frac{\text{Personalaufwand}}{\text{Nettoarbeitsvolumen}} \text{ ergibt.}^{100}$$

Dividiert man weiter die Gesamtleistung durch das benötigte Nettoarbeitsvolumen so erhält man die entscheidende *wertmäßige Arbeitsproduktivität*.

$$\text{Arbeitsproduktivität} = \frac{\text{Gesamtleistung}}{\text{Nettoarbeitsvolumen}}$$

In Wachstumsraten ( $w$ ) ausgedrückt ergibt sich dann die folgende Gleichung:

$$w \text{ Personalintensität} = w \text{ Lohnniveau} - w \text{ Arbeitsproduktivität}$$

Ist hier das Wachstum des Lohnniveaus größer (kleiner) als das Wachstum der Arbeitsproduktivität, so steigt (sinkt) die Personalintensität. Da die *Personalintensität* bei *Vonovia* von 2012 bis 2017 von 9,9 auf 13,3 Prozent, um 3,4 Prozentpunkte, zulegen, ging in Folge die *Arbeitsproduktivität* jahresdurchschnittlich um 10,4 Prozent zurück. Das Sinken der wertmäßigen Arbeitsproduktivität deckt sich hier mit dem oben gezeigten *Anstieg der Lohnquote*.

---

<sup>100</sup> Da in den Geschäftsberichten der *Vonovia* an keiner Stelle das Brutto- und Nettoarbeitsvolumen ausgewiesen wird, wurde hier die *Arbeitsproduktivität* anhand der Beschäftigtenzahlen berechnet. Die so ermittelte Arbeitsproduktivität ist immer ungenau. Sie deckt sich nur mit der stundenbezogenen Produktivität, wenn alle Beschäftigten Vollzeit arbeiten.

Tab. 25: **Beschäftigungsbewertung bei Vonovia**

Beschäftigungsbewertung bei der Vonovia							
in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012-2017
<b>Wertschöpfung</b>	<b>565,8</b>	<b>604,0</b>	<b>685,4</b>	<b>1.198,5</b>	<b>1.419,5</b>	<b>1.317,5</b>	<b>5.790,7</b>
<b>Wertschöpfungsquote in v.H.</b>	<b>48,4</b>	<b>50,0</b>	<b>49,8</b>	<b>49,3</b>	<b>51,5</b>	<b>42,3</b>	<b>48,0</b>
Personalaufwand	116,2	172,1	184,6	359,7	353,8	416,0	1.602,4
<b>Personalintensität in v.H.</b>	<b>9,9</b>	<b>14,3</b>	<b>13,4</b>	<b>14,8</b>	<b>12,8</b>	<b>13,3</b>	<b>13,3</b>
Beschäftigte (jahresdurchschnittlich)	1.819	2.738	3.411	6.027	6.937	8.300	4.872
davon Auszubildende	85	117	152	352	419	462	265
Personalaufwand je Beschäftigten in Euro p.a.	63.881	62.856	54.119	59.681	51.002	50.120	56.943
Arbeitsproduktivität in Euro*	311.050	220.599	200.938	198.855	204.627	158.735	215.801
		-29,1	-8,9	-1,0	2,9	-22,4	-10,4
<b>Lohnquote in v.H.</b>	<b>20,5</b>	<b>28,5</b>	<b>26,9</b>	<b>30,0</b>	<b>24,9</b>	<b>31,6</b>	<b>27,7</b>
<b>Mehrwert</b>	<b>449,6</b>	<b>431,9</b>	<b>500,8</b>	<b>838,8</b>	<b>1.065,7</b>	<b>901,5</b>	<b>4.188,3</b>
<b>Mehrwertquote in v.H.</b>	<b>79,5</b>	<b>71,5</b>	<b>73,1</b>	<b>70,0</b>	<b>75,1</b>	<b>68,4</b>	<b>72,3</b>
Mehrwert je Beschäftigten	247.169	157.743	146.819	139.174	153.625	108.614	158.857
Zinsen	430,9	285,6	271,5	410,4	421,9	306,2	2.126,5
Miete/Pacht	8,5	10,4	11,3	17,4	20,1	22,0	89,7
<b>Gewinn vor Ertragssteuern</b>	<b>10,2</b>	<b>135,9</b>	<b>218,0</b>	<b>411,0</b>	<b>623,7</b>	<b>573,3</b>	<b>1.972,1</b>
<b>Gewinn vor Steuern je Beschäftigten</b>	<b>5.607</b>	<b>49.635</b>	<b>63.911</b>	<b>68.193</b>	<b>89.909</b>	<b>69.072</b>	<b>57.721</b>
Um Bewertungsergebnis Properties bereinigte							
Gesamtleistung	1.169,9	1.207,4	1.376,5	2.430,5	2.757,8	3.117,4	12.059,5
*Personalaufwand je Beschäftigten + Mehrwert je Beschäftigten = Arbeitsproduktivität							

Um weiter das durchschnittliche *Bruttoarbeitsentgelt je Beschäftigten* zu ermitteln, sind die sogenannten Sozialbeiträge der Unternehmer mit rd. 20 Prozent vom Personalaufwand abzuziehen. Lag dabei der durchschnittliche Personalaufwand je Beschäftigten bei der *Vonovia* von 2012 bis 2017 bei 56.943 Euro, so betrug das Bruttoarbeitsentgelt im Durchschnitt 47.453 Euro. Hierbei ist sowohl beim Personalaufwand je Beschäftigten als auch beim Bruttoentgelt je Beschäftigten ein *starker Rückgang* festzustellen: Beim Personalaufwand je Beschäftigten von 63.881 Euro (2012) auf 50.120 Euro (2017), um 21,5 Prozent, und ebenso beim Bruttoentgelt von 53.234 Euro (2012) auf 41.767 Euro (2017).

Dennoch liegen die Arbeitsentgelte bei *Vonovia* weit über dem Niveau der Branche „Grundstücks- und Wohnungswesen“, wie auch über den Werten in der „Gesamtwirtschaft“ (vgl. Tab. 26. Im Durchschnitt der Jahre 2012 bis 2017 erhielt demnach ein Beschäftigter bei *Vonovia* 52,3 Prozent mehr an Einkommen als ein Beschäftigter in der Branche „Grundstücks- und Wohnungswesen“ und auch um 45,0 Prozent mehr als ein Beschäftigter in der „Gesamtwirtschaft“. Im Gegensatz zur *Vonovia* stiegen hier aber von 2012 bis 2017 jeweils die durchschnittlichen Arbeitsentgelte. Im „Grundstücks- und Wohnungswesen“ um 15,8 Prozent und in der „Gesamtwirtschaft“ um 12,6 Prozent.

Tab. 26: Personalaufwand im Vergleich

Beschäftigungsbewertung bei der Vonovia							
in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012-2017 Durchschnitt
<b>Vonovia</b>							
Personalaufwand je Beschäftigten in Euro p.a.	63.881	62.856	54.119	59.681	51.002	50.120	56.943
Bruttoarbeitsentgelt je Beschäftigten in Euro p.a.	53.234	52.380	45.099	49.735	42.502	41.767	47.453
<b>Grundstücks- und Wohnungswesen</b>							
Personalaufwand je Beschäftigten in Euro p.a.	29.566	29.095	30.057	31.115	32.862	34.242	31.156
Bruttoarbeitsentgelt je Beschäftigten in Euro p.a.	24.230	24.443	24.912	26.071	27.275	28.391	25.887
<b>Gesamtwirtschaft</b>							
Personalaufwand je Beschäftigten in Euro p.a.	37.035	37.709	38.755	39.789	40.661	41.694	39.274
Bruttoarbeitsentgelt je Beschäftigten in Euro p.a.	30.146	30.771	31.631	32.511	33.304	34.187	32.092

Quelle: Statistisches Bundesamt, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Fachserie 18/Reihe 1.1, Geschäftsberichte Vonovia, eigene Berechnungen

Dies sind aber jeweils nur Durchschnittswerte. Wie sich die differenzierte Bezahlung der Beschäftigten und die Verteilung der Einkommen darstellt, kann hier wegen fehlender empirischer Daten nicht gesagt bzw. untersucht werden. Fakt ist jedoch, dass es der Gewerkschaft *ver.di* schwer fällt, einen allgemeingültigen *Tarifvertrag* für die Beschäftigten der *Vonovia* mit dem *Arbeitgeberverband der Wohnungswirtschaft e.V.*, Düsseldorf abzuschließen. *Ver.di* wirft der *Vonovia* *Tariffucht* und bei der Bezahlung eine *diskriminierende Behandlung* von Beschäftigten vor.<sup>101</sup> Nur für rd. 10 Prozent der Beschäftigten bei *Vonovia* soll nach Auskunft von *ver.di* noch der *Flächentarifvertrag* für die „Angestellten und gewerblichen Arbeitnehmer in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft“ Gültigkeit haben,<sup>102</sup> weil *Vonovia* für alle neu ins Unternehmen eintretende Mitarbeiter individualrechtliche Entgeltvereinbarungen trifft. Hierdurch kommt es dann in der Tat zu womöglichen gravierenden Abweichungen bei der Bezahlung und bei der Arbeitszeit. Gleiche Arbeit wird dann diskriminierend ungleich behandelt.

## 8.5 Vorstandsvergütung

<sup>101</sup> [https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/verguetung-bei-wohnungsunternehmen-viel-g... \(31.07.2018\)](https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/verguetung-bei-wohnungsunternehmen-viel-g... (31.07.2018)).

<sup>102</sup> Hier liegt die Entgeltspanne, unterteilt in Gehaltsentgeltgruppen I bis 3. Berufsjahr und VI ab 10. Berufsjahr, ab dem 1. Juli 2018, zwischen 2.150 und 5.075 Euro. In der Lohntabelle gibt es fünf Lohngruppen von 2.060 Euro bis 3.590 Euro. Außerdem wird ein 13. Entgelt als Weihnachts- und Urlaubsentgelt gezahlt. Und die Auszubildenden erhalten im 1. Ausbildungsjahr 900 Euro, im 2. Jahr 1.010 Euro und im 3. Jahr 1.120 Euro. Die wöchentliche Arbeitszeit beträgt 37 Stunden.

Die Vergütung des Vorstandes der Vonovia<sup>103</sup> bereitet offensichtlich dagegen keine Probleme.<sup>104</sup> Die *Vorstandsbezüge* werden auf Vorschlag des Präsidial- und Normierungsausschusses durch den Aufsichtsrat der *Vonovia* festgelegt. Auch hier findet *keine Mitbestimmung* statt. Im Geschäftsbericht 2017 der Vonovia heißt es: „Kriterien für die Angemessenheit der Vergütung bilden dabei sowohl die Aufgaben des einzelnen Vorstandsmitglieds, seine persönliche Leistung, die wirtschaftliche Lage, der Erfolg und die Zukunftsaussichten des Unternehmens als auch die Üblichkeit der Vergütung. Dabei wird die Üblichkeit der Vergütung unter Berücksichtigung des Vergleichsumfeldes und der Vergütungsstruktur, die ansonsten im Unternehmen gilt, einbezogen. Darüber hinaus erfolgt ein Vergleich mit anderen börsennotierten Gesellschaften ähnlicher Größe. Die Vergütungsstruktur ist insgesamt auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung ausgerichtet.“<sup>105</sup>

Die Vorstände der *Vonovia* erhalten dabei konkret als *Gesamtvergütung* neben einer Festvergütung sowie einer Barvergütung als Entgeltumwandlung und Nebenleistungen (wie einen Firmenwagen) auch eine jährliche variable Vergütung als Tantieme. Hinzu kommt noch eine mehrjährige variable Vergütung durch eine feste Anzahl virtueller Aktien, die nach Ablauf der vierjährigen „Performanceperiode“ in Abhängigkeit vom Erreichen eines vorher definierten Zielerreichungsgrades ausgezahlt werden. Der Zielerreichungsgrad bestimmt sich dabei zu je 25 Prozent aus dem „Relativ Total Shareholder Return“, der Entwicklung des NAV pro Aktie, der Entwicklung des FFO 1 pro Aktie sowie des Kundenzufriedenheits-Index (Customer Satisfaction Index (CSI)), der in regelmäßigen Abständen durch systematische Kundenbefragungen eines externen Dienstleisters erhoben und bewertet, aber nicht veröffentlicht wird. Aufgrund der vielen *Mieter-Klagen* (vgl. Kap. I/3.7), ist dies aus Sicht des Vorstands mehr als verständlich.

---

<sup>103</sup> Vorstandsvorsitzender (CEO) ist *Rolf Buch*. Chief Executive Officer. Verantwortungsbereiche: Transaktion, General Counsel, Personalmanagement, Revision, Unternehmenskommunikation, Nachhaltigkeit und Flächenmanagement. *Klaus Freiberg*: Chief Operating Officer. Verantwortungsbereiche: Produktmanagement, IT, Kundenservice, Wohnumfeld, Technischer Gebäudeservice und die lokale Bewirtschaftung in den Regionen (Nord, Süd, Südost, Ost, Mitte, West). *Prof. Dr. A. Stefan Kirsten*. Chief Financial Officer. Verantwortungsbereiche: Finanzen, Investor Relations, Rechnungswesen, Steuern und Versicherungen. *Gerald Klinck*. Chief Controlling Officer. Verantwortungsbereiche: Controlling, Immobilienbewertung, zentraler Einkauf und Immobilien Treuhand. Auf der letzten Hauptversammlung der Vonovia am 09. Mai 2018 in Bochum, wurde der Vorstand neu besetzt. Ausgeschieden sind Prof. Dr. A. Stefan Kirsten und Gerald Klinck. Neu hinzugekommen sind *Helene von Roeder* (1970), CFO, und *Daniel Riedl* (1969), verantwortlich für das Development-Geschäft und Österreich.

<sup>104</sup> Zur allgemeinen Problematik von Vorstandsvergütungen vergleiche ausführlich Bontrup, H.-J., *Vorstandsbezüge – eine ökonomische Bewertung*, in: *Arbeit, Zeitschrift für Arbeitsforschung, Arbeitsgestaltung und Arbeitspolitik*, Bd. 26, Heft (3-4)/2017, S. 365-389, Schüler, K., *Angemessene Vorstandsbezüge und ihre Grundätze – Eine ökonomische Analyse des Rechts*, Master Thesis, Westfälische Wilhelms-Universität, Münster 2017.

<sup>105</sup> Vonovia, Geschäftsbericht 2017, S. 88.

Vor dem gesamten dargelegten Bewertungshintergrund zeigt Tab. 27 die *Gesamtvergütung der Vorstände* im Einzelnen von 2013 bis 2017. Insgesamt erhielten die Vorstände gut 58,7 Millionen Euro an Einkommen. Davon der Vorstandsvorsitzende *Rolf Buch* gut 22,8 Millionen Euro. Seit 2013 stiegen die Vorstandsgehälter in Summe von 10,1 Millionen Euro (2013) auf 14,1 Millionen Euro (2017), um 39,6 Prozent.

Tab. 27: **Vergütung Vonovia-Vorstände**

<b>Gesamtvergütung Vorstände Vonovia</b>						
in Euro	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Gesamt</b>
<b>Rolf Buch (Vorstandsvorsitzender)</b>	3.992.213	3.840.628	4.502.539	4.861.805	5.673.453	<b>22.870.638</b>
<b>Dr. A. Stefan Kirsten (CFO)</b>	3.292.296	2.446.105	2.678.057	3.409.613	3.573.876	<b>15.399.947</b>
<b>Klaus Freiberg (COO)</b>	2.876.962	2.418.269	2.546.262	3.200.921	3.371.268	<b>14.413.682</b>
<b>Gerald Klinck (CCO)</b>	-	-	998.156	1.427.263	1.519.401	<b>3.944.820</b>
ab 2015						
<b>Thomas Zinnöcker (CRO)</b>	-	-	2.016.813	131.536	-	<b>2.148.349</b>
bis 31. Januar 2016						
<b>Gesamt</b>	<b>10.161.471</b>	<b>8.705.002</b>	<b>12.741.827</b>	<b>13.031.138</b>	<b>14.137.998</b>	<b>58.777.436</b>
Quelle: Geschäftsberichte Vonovia						

Vergleicht man die *Gesamtvergütung des Vorstandsvorsitzenden*, Rolf Buch, aus dem Jahr 2017 in Höhe von 5.673.453 Euro mit dem durchschnittlichen Bruttoarbeitsentgelt eines Vonovia Beschäftigten in Höhe von 41.767 Euro, so erhielt der Vorstandsvorsitzende ein gut 135-Fach höheres Bruttoeinkommen. Ein derartiger Wert lässt sich ökonomisch mit nichts rechtfertigen. Er liegt auch weit über den Werten der Vorstände der anderen DAX-notierten Unternehmen, die 2016 durchschnittlich auf das 57-Fache ihrer Beschäftigten an Einkommen kamen. Nur drei Unternehmen (VW, Deutsche Post und Adidas) zahlten ihren Vorständen im Durchschnitt mehr als das Hundertfache der in den Unternehmen Beschäftigten.<sup>106</sup>

Auch die *ehemaligen Mitglieder des Vorstandes und deren Hinterbliebenen* werden von der Vonovia noch mit einem Einkommen fürstlich bedient. Insgesamt lagen die Bezüge 2017 bei 2,0 Millionen Euro (2016: 1,9 Millionen Euro). Hinzu kommen *Rentenverpflichtungen* von 14,3 Millionen Euro in 2017 und 14,4 Millionen Euro in 2016.

Neben den Vorständen erhalten die *Führungskräfte* auf der ersten Ebene unterhalb der Vorstände seit dem 1. Januar 2014 ein *Mitarbeiteraktienprogramm als Erfolgsbeteiligung*. „Das

<sup>106</sup> Vgl. Weckes, M., Berisha, Q., Manager to Worker pay Ration, in: Hans Böckler-Stiftung, Report Nr. 25, Düsseldorf 2017.

Programm startete im 1. Quartal 2015, die zugeteilten Aktien unterliegen einer Haltefrist von sechs Monaten wobei die Depotkosten durch *Vonovia* getragen werden. Die Aktien werden den betreffenden Mitarbeitern in Abhängigkeit zum Bruttojahresgehalt mit einem Wert von 90 Euro bis maximal 360 Euro ohne Eigenanteil zugeteilt. Aus dem neuen Mitarbeiteraktienprogramm resultiert im Berichtsjahr 2017 ein Aufwand von insgesamt 1,5 Millionen Euro (2016: 1,9 Millionen Euro), der direkt mit der Kapitalrücklage verrechnet ist.<sup>107</sup> Im Befund entspricht diese Art der Erfolgsbeteiligung aber keinen echten Gewinnbeteiligung mit einer anschließenden Kapitalbeteiligung.<sup>108</sup>

### III Fazit und politische Interpretationen der Ergebnisse

#### **Wohnungsmärkte sind stark heterogene Märkte – aber auch hier gelten Marktgesetze**

Wohnen ist ein *Menschenrecht* und das Mietrecht steht unter dem Schutz des Grundgesetzes. Die Wohnung ist in einer marktwirtschaftlich-kapitalistischen Ordnung jedoch auch eine *Ware*, die auf unterschiedlich räumlich abgegrenzten Wohnungsmärkten gehandelt wird. Wohnungsmärkte sind stark *heterogene Märkte*, die vom jeweiligen Umfeld der Immobilien abhängen. Hier gelten dennoch *allgemeine Marktgesetze*. Auch auf Wohnungsmärkten werden von privatwirtschaftlichen Anbietern mittel- und langfristig nur Wohnungen zu einem Mietpreis angeboten, der neben den *Stückkosten* (Kosten je Quadratmeter) auch eine *Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals* als Gewinn garantiert. Und auch die Nachfrager (Mieter) warten mit Restriktionen auf. So gibt es hier eine prohibitiv wirkende Miethöhe und ebenso eine Marktsättigung, bei der keine Vermietung mehr stattfindet. Ist der Markt im Gleichgewicht, wird er zur entsprechenden Marktpreismiete geräumt. Ist aber das räumliche Wohnungsangebot kleiner als die Nachfrage, so steigt der Mietpreis und umgekehrt sinkt er.

#### **Verknappungen und Mietpreissteigerungen als relative Größe**

Günstige Finanzierungsbedingungen durch *niedrige Hypothekenzinsen* auf Grund der Niedrigzinspolitik durch die Notenbanken in Folge der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise seit 2007, Bevölkerungswachstum durch *Zuwanderung* und schwere *wohnungspolitische Fehlentwicklungen* in der Vergangenheit, haben am deutschen Wohnungsmarkt zu regionalen *Verknappungen* mit kräftigen *Mietpreissteigerungen*, insbesondere in Großstädten und Bal-

---

<sup>107</sup> Vonovia Geschäftsbericht 2017, S. 202.

<sup>108</sup> Vgl. dazu ausführlich Bontrup, H-J., Springob, K., Gewinn- und Kapitalbeteiligung. Eine mikro- und makroökonomische Analyse, Wiesbaden 2002.

lungsräumen, geführt. Rund 40 Prozent der privaten Haushalte in Großstädten bringen hier mehr als 30 Prozent ihres Nettoeinkommens nur für die Kaltmiete auf. Das sind rund 5,6 Millionen Haushalte. Gut eine Million private Haushalte müssen sogar mehr als 50 Prozent ihres Nettoeinkommens verausgaben.

Hierbei darf aber ökonomisch nicht übersehen werden, dass die Mietbelastung immer eine relative Größe ist. Sie ergibt sich eben aus dem Verhältnis von Mietausgaben und Nettoeinkommen. So muss die *Ursache* der Mietbelastung nicht unbedingt aus steigenden Mieten herühren. Sie kann genauso ihre Ursache in einem zu geringen oder nicht adäquat gewachsenen Einkommen der Mieter haben.

Auch ist bei der relativen Mietbelastung immer zwischen Kaltmiete und *Mietnebenkosten* (der „Zweiten Miete“) zu differenzieren. Bei den Mietnebenkosten müssen z.B. die Entwicklungen auf den *Energiemärkten* aber auch die Entwicklungen der *öffentlichen Abgaben* berücksichtigt werden. Und in der Kaltmiete spielen entscheidend die Entwicklungen in der *Bauwirtschaft* und an den *Finanzmärkten* eine wichtige Rolle. Hier profitieren Energiekonzerne, der Staat, die Bauwirtschaft und Vermögende, die Kredite über Banken, Versicherungen und Finanzfonds bereitstellen.

### **Mieterkritik**

Für jene, die schon wohnen, geht es wohnungspolitisch ganz allgemein darum, ihre Wohnung zu behalten oder *Mietpreissteigerungen* im Bestand zu verhindern – und wenn das Nachbargrundstück bebaut werden soll auch mal darum, *Neubau zu verhindern*, um eigene Wohnqualität zu erhalten. Demgegenüber stellt sich *Wohnungssuchenden* die Frage, wie vorhandener Wohnraum verteilt bzw. neu geschaffen werden kann, und das zu Preisen, die ein auskömmliches Leben auch nach Abzug der Wohnkosten ermöglichen. Und (...) für *Boden- oder Immobilieneigentümer* geht es schlicht darum, diese zumindest wirtschaftlich, meist jedoch möglichst *gewinnbringend* nutzen zu können.

Unter dem Druck verknappter Wohnungen sind viele professionelle, auf Gewinn getrimmte *Immobilienunternehmen* bei ihren Mietern in die *Kritik* geraten. Dies gilt insbesondere für die, nach Wohnungseinheiten gemessenen, beiden größten Unternehmen am deutschen Wohnungsmarkt, die *Vonovia SE* und die *Deutsche Wohnen SE*.<sup>109</sup>

---

<sup>109</sup> Vgl. zur Deutsche Wohnen: Bontrup, Heinz-J., Deutsche Wohnen AG (Konzern und Einzelabschluss), Gutachterliche Stellungnahme im Auftrag von DIE LINKE im Bundestag und DIE LINKE im Abgeordnetenhaus von Berlin, Berlin/Witten 2016.

Beide sind *börsennotierte Europäische Aktiengesellschaften*. Sie halten ihre Immobilienbestände als *Finanzinvestitionen*, weshalb man sie auch als *Finanzinvestoren* mit angeschlossener Immobilienwirtschaft bezeichnen kann. Als Konzerngruppe bewirtschaftet die *Vonovia SE* dabei in über 350 rechtlichen Gesellschaften unter dem Dach einer *Konzernholding* rund 350.000 Wohnungen mit einer Wohnfläche von gut 21,6 Millionen Quadratmetern in fast allen attraktiven Städten und Regionen Deutschlands. Neben den eigenen Wohnungen verwaltet Vonovia zusätzlich noch ca. 63.000 Wohnungen für Dritte. Vonovia beschäftigt 8.500 Mitarbeiter.

### **Vonovia: Trotz Größe nur geringe Branchenrelevanz**

Gesamtwirtschaftlich gehört *Vonovia* zum *Dienstleistungssektor*, hier speziell zum „*Grundstücks- und Wohnungswesen*“. Die Branche zeichnet sich durch eine weit *unterproportionale Arbeitsintensität* aber durch eine gleichzeitig *extrem hohe Kapitalintensität* aus. Die Arbeitsproduktivität je geleisteter Erwerbstätigenstunde ist hier von 2000 bis 2017 um 27,8 Prozent gestiegen. Jahresdurchschnittlich war das ein Wachstum um 1,9 Prozent. Dagegen lag der Anstieg in der gesamten deutschen Wirtschaft bei nur 17,6 Prozent (1,1 Prozent).

Die *Arbeitnehmerentgelte* je abhängig Beschäftigten im „Grundstücks- und Wohnungswesen“ lagen 2017 um fast 18 Prozentpunkte unter dem gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt. Das gilt auch für die Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer. Hier lag der Abstand bei 17 Prozentpunkten. Der Anstieg der Arbeitnehmerentgelte von 2000 bis 2017 betrug in der gesamten deutschen Wirtschaft 33,7 Prozent, jahresdurchschnittlich legten die Entgelte um 1,7 Prozent zu. Im „*Grundstücks- und Wohnungswesen*“ kam es dagegen nur zu einem Zuwachs von 22,0 Prozent (jahresdurchschnittlich 1,0).

Die Entwicklung von Produktivität und Arbeitsentgelt zeigt sich dann auch in der unterschiedlichen Entwicklung der *Lohnstückkosten* (Stundenkonzept). Hier stiegen die Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft von 2000 bis 2017 um 16,8 Prozent (jahresdurchschnittlich um 0,9 Prozent), während sie im „Grundstücks- und Wohnungswesen“ um 1,0 Prozent sanken (jahresdurchschnittlich um 0,2 Prozent).

Bei der *Verteilung der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung* (Volkseinkommen) zeigt sich, dass die Branche „Grundstücks- und Wohnungswesen“ hier nur auf einen sehr kleinen Anteil von 0,59 Prozent kommt. Beim *verfügbaren Einkommen* ist der Anteil mit 0,53 noch geringer.

Vergleicht man die *Vonovia SE* als Konzern mit den Branchenwerten des „*Grundstücks- und Wohnungswesens*“, so ist ihre Bedeutung selbst bei einer *Marktkapitalisierung* von rund 20 Milliarden Euro dennoch nur marginal. Der *Marktanteil*, bezogen auf das gesamte *Branchen-Nettoanlagevermögen*, kam hier lediglich auf 0,425 Prozent. Auch bei einem Bezug auf das *Gesamtkapital* des Konzerns in Höhe von 37,5 Milliarden Euro erhöht sich der *Marktanteils-wert von Vonovia* nur auf 0,749 Prozent.

Dennoch listet die *Monopolkommission* unter den 100 größten Unternehmen in Deutschland die *Vonovia* an 19. Stelle. Aufgrund des in der Immobilienwirtschaft stark *fragmentierten Marktes* ist die *Vonovia SE*, gemessen am Wohnungsbestand, zwar das mit Abstand größte Unternehmen. Der *Marktanteil* liegt wie beim Nettoanlagevermögen und bezogen auf den Gesamtkapitaleinsatz aber auch hier mit rund 350.000 Wohnungen – bezogen auf fast 24 Millionen Mietwohnungen in Deutschland – mal gerade bei knapp 1,5 Prozent. Diese geringen Marktanteile bedeuten allerdings nicht, dass *Vonovia* auf *regionalen Teilmärkten* dennoch über eine herausragende Größe und auch über eine *relative Marktmacht* bei der Durchsetzung von *Mietpreissteigerungen* verfügt.

### **Hoher Mietmultiplikator und niedrige Miet-Brutto-Renditen**

Bezogen auf das gesamte *Wohnungsportfolio* der *Vonovia* gibt es dagegen einen mehr negativen Befund, der auf eine nicht allzu gute Performance hinweist. Der *Mietmultiplikator*, der laut Immobilienbranche den Wert von 20 nicht übersteigen sollte, weil dann die *Miet-Brutto-Rendite* unter 5 Prozent sackt, lag 2017 bezogen auf alle *Anlagestrategien* der *Vonovia* (aktives Management, Modernisierung, Privatisierung und Verkauf) im Durchschnitt bei 20,6, was eine Miet-Brutto-Rendite von 4,9 Prozent impliziert, von der aber noch Instandhaltungskosten, Abschreibungen und Fremdkapitalzinsen sowie Steuern abgezogen werden müssen. Bezogen auf den in *Österreich* gehaltenen Wohnungsbestand lag der Mietmultiplikator sogar bei 50,1 und einer Miet-Brutto-Rendite von nur 2,0 Prozent. Widersprüchlich ist dabei, zumindest unter Renditegesichtspunkten, das Managementverhalten bei der Anlagestrategie „Verkauf“. Hier wurde 2017 mit einem Mietmultiplikator von 13,4 und einer Miet-Brutto-Rendite von 7,5 Prozent der „beste Bestand“ der *Vonovia* veräußert, nur weil hier die Ist-Mieten je Quadratmeter am geringsten ausfielen. Auch im Nördlichen Ruhrgebiet fallen die Mieten am Geringsten aus, der Mietmultiplikator und die Miet-Brutto-Rendite aber am Höchsten.

## **Externes Wachstum**

Das Wachstum der Vonovia resultiert zum größten Teil aus einem *externen Wachstum* durch den Kauf anderer Wohnungsgesellschaften. Anfang 2016 scheiterte der Versuch einer *feindlichen Übernahme* des zweitgrößten deutschen Wohnungsunternehmens, der *Deutsche Wohnen SE* – trotz eines Kaufangebots in Höhe von 14 Milliarden Euro.

## **Shareholder value Strategie**

Die *Eigentümer* der Vonovia sind breit gestreut. 72,5 Prozent der Aktien sind in Streubesitz. *Finanzinvestoren* kommen zusammen auf 27,5 Prozent. Der größte Eigentümer ist der US-Finanzinvestor *BlackRock* mit 8,3 Prozent des Aktienkapitals. Insgesamt muss man die *Vonovia* als ein *finanzmarktgetriebenes Unternehmen* einstufen.

Mit dem marktradikalen Neoliberalismus, der auf einer gigantischen Umverteilung von den Arbeits- zu den Kapitaleinkünften basiert, ist hier auch immer mehr die *Immobilienwirtschaft* zu einem spekulativen Anlageobjekt von vermögenden Anlegern geworden. Der Zusammenbruch der Weltwirtschaft 2007 hat diesen Trend noch verstärkt. Die *Finanzinvestoren* wollen im Sinne einer *Shareholder-value-Kultur* in den Wohnungsunternehmen eine kurzfristig angelegte Verzinsung ihres eingesetzten Kapitals realisieren. Zur Maximierung der Profitrate setzt man dabei auch auf einen *Leverage-Effekt*. Mit einem steigenden *Verschuldungsgrad* wird hier die *Eigenkapitalrentabilität* „gehebelt“.

Auch die längerfristig angelegte *strategische Geschäftspolitik* der *Vonovia SE* ist in diesem Duktus angelegt. Mit einer „4 + 2 Säulen Strategie“ (Property-Management-, Finanzierungs-, Portfolio-Management- und Value-add-Strategie sowie einer Akquisitions- und Internalisierungsstrategie) will man so maximal die *Shareholder (Aktionäre)* befriedigen. Alle Strategiefelder bereiten aber den *Mietern* der *Vonovia* stress. Letztlich laufen sie auf *Mietpreiserhöhungen* hinaus, die von vielen Mietern nicht verkraftbar sind. Vor allen Dingen dann, wenn es sich um sozial schwache Mieter mit einem nur geringen Einkommen handelt.

## **Mietpreiserhöhungen als Prämisse**

Die Mietpreiserhöhungen sind aber nicht nur im Kontext einer Shareholder value Strategie eine *notwendige Voraussetzung*, sondern auch für eine *Verkehrs(-Markt)wertbewertung* der als *Finanzinvestitionen* gehaltenen *Investment Properties*. Anhand einer sogenannten „*Fair Value Bewertung*“ werden hier die *Immobilienbestände* der *Vonovia*, abweichend vom deutschen HGB, auf Basis internationaler Bewertungsstandards (nach IFRS) durch ein „Modell

des beizulegenden Zeitwertes“ nach einem *Discount Cashflow-Verfahrens (DCF-Methode)* wesentlich höher bewertet. Hier führt das zurzeit niedrige Zinsniveau durch Diskontierungen zu zusätzlichen erhöhenden Effekten bei den *Investment Properties*. Gleichzeitig steigt dabei aber auch der *Mietmultiplikator* und in Folge sinken die *Miet-Brutto-Renditen*.

Der *Wirtschaftsprüfer* der Vonovia schreibt zur Bewertung in seinem Bericht 2017: „Die *Bewertung der Investment-Properties* ist komplex und es fließen zahlreiche bewertungsrelevante Annahmen und Parameter ein, die mit *erheblichen Schätzunsicherheiten* und *Ermessen* verbunden sind. Bereits geringe Änderungen der bewertungsrelevanten Annahmen und Parameter können zu *wesentlichen Änderungen der resultierenden beizulegenden Zeitwerte* führen. Die bedeutsamsten Annahmen und Parameter im abgelaufenen Geschäftsjahr waren die *Marktmieten* einschließlich der *erwarteten Mietpreisentwicklung* und die Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssätze. Bei der Entwicklung der Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssätze berücksichtigt *Vonovia* unter anderem die unterschiedliche Dynamik der Immobilienkaufpreis- und Mietpreisentwicklung („Yield Compression“). Aufgrund der bestehenden Schätzunsicherheiten und Ermessensbehaftung besteht das *Risiko für den Konzernabschluss*, dass die *beizulegenden Zeitwerte* der in Deutschland gelegenen *Investments Properties* nicht angemessen sind.“

### **Starker Zuwachs bei den Investment Properties**

Warum wertet *Vonovia* aber die Immobilienbestände so auf und geht derartige Risiken ein? Ganz einfach, um damit die in den ansonsten nur zu *Anschaffungs- und Herstellungskosten* bewerteten Vermögensbeständen enthaltenen (womöglichen) *stillen Reserven* offen zu legen, und sie in *Eigenkapital* umzuwandeln. So ist bei *Vonovia* von 2012 bis 2017 die *Eigenkapitalquote* von 25,2 auf 44,5 Prozent gestiegen. Die jahresdurchschnittliche Quote lag bei 39,9 Prozent. Gleichzeitig führen diese in Eigenkapital versetzten Vermögenszuschreibungen zu *Buchgewinnen* in der Gewinn- und Verlustrechnung (vgl. Tab. 28).

Tab. 28: **Investment Properties und Buchgewinne**

Investment Properties und Buchgewinne								
in Mio. Euro	2012	2013	2014	2015	2016	2017		
							Zuwachs	in v.H.
<b>Investment Properties</b>	9.893,8	10.266,4	12.687,2	23.431,3	26.980,3	33.182,8	<b>23.289,0</b>	<b>235,4</b>
							Summe	
<b>Buchgewinne</b>	205,6	553,7	371,1	1.323,5	3.236,1	3.434,1	<b>9.124,1</b>	

Die *wertmäßigen Immobilienbestände* legten so von 2012 bis 2017 bei der *Vonovia* um 23.289,0 Millionen Euro bzw. um 235,4 Prozent zu. Hierdurch entstanden insgesamt 9.124,1 Millionen *Buchgewinne*. Damit nahmen dann gleichzeitig die *Wertschöpfung* und der *Mehrwert* zu. Kumuliert lagen die Wertschöpfung bei 14.914,8 Millionen Euro und der Mehrwert bei 13.312,4 Millionen Euro. Die geringe Differenz von 1.602,4 Millionen Euro entfiel auf den *Personalaufwand*, was die durchschnittliche *Personalintensität* von nur 7,6 Prozent und die extrem schwache *Lohnquote* von lediglich 10,7 Prozent erklärt. Bei der *Mehrwertverteilung* flossen dann 2.126,5 Millionen Euro den *Fremdkapitalgebern* in Form von Zinszahlungen und 89,7 Millionen Euro den *Grundeigentümern* als Pacht- und Mietzahlungen zu. Der *Staat* erhielt durch Steuerzahlungen vom Mehrwert 3.955,6 Millionen Euro, so dass für die *Shareholder* von *Vonovia* 7.140,6 Millionen Euro an *Gewinn* verblieben.

### **Trotz Kreditaufnahme und Fremdkapitalzuwachs sank die relative Verschuldung**

Dieser überwiegend aus *Buchgewinnen* bestehende Gewinn stellt aber keine *Liquidität* da und kann damit auch nicht an die *Shareholder* in Form von Dividenden zur Ausschüttung kommen. Daher müssen *Kredite* aufgenommen und/oder *neue Aktien* ausgegeben werden. Hierdurch kommt dann Liquidität ins Unternehmen. Trotz *Kreditaufnahme* und eines Anstiegs des *Fremdkapitals* um 12.894,2 Millionen Euro oder um 162,6! Prozent sind bei der *Vonovia* von 2012 bis 2017 sowohl der *Anspannungsgrad* (Fremdkapitalquote) als auch der *statische Verschuldungsgrad* (Fremdkapital/Eigenkapital) aber stark gesunken, von 296,2 auf 124,8 Prozent und der Anspannungsgrad von 74,8 auf 55,5 Prozent.

### **Leverage-Effekt nicht ausgenutzt**

Zwar gibt es keine allgemeingültige betriebswirtschaftliche Regel für ein *optimales Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital*. Dennoch ist zwischen Eigen- und Fremdkapital ein *Leverage-Effekt* (eine „Hebelwirkung“) zu beachten. Dieser führt immer dann zu einer *Erhöhung (Senkung) der Eigenkapitalrendite*, wenn bei wachsendem (sinkendem) Verschuldungsgrad die *Gesamtkapitalrendite* größer (keiner) ist als der *Fremdkapitalzinssatz*. Hier zeigen die empirischen Befunde bei der *Vonovia* von 2012 bis 2017, dass, mit Ausnahme des Jahres 2012, der Fremdkapitalzinssatz immer unterhalb der Gesamtkapitalrendite lag und dass es selbst bei einem *sinkenden Verschuldungsgrad* noch zu einer stark „gehebelten“ Eigenkapitalrendite gekommen ist. Wäre der *Verschuldungsgrad* von 2012 nur konstant geblieben, so hätte sich bei der *Vonovia* *ceteris paribus* die *Eigenkapitalrendite* sogar noch mehr kräftig steigern lassen. Dies gilt dann noch mehr für einen *gesteigerten Verschuldungsgrad*. Lag die *Eigenkapital-*

*talrendite* von 2012 bis 2017 im Jahresdurchschnitt bei 22,2 Prozent, so hätte sie bei einem kontantem Verschuldungsgrad von 2012 bei 30,5 Prozent und bei einem gestiegenen Verschuldungsgrad sogar bei 37,7 Prozent gelegen. Auch der *Leverage-Index* (Eigenkapital-/Gesamtkapitalrendite) bestätigt dabei den Befund. *Vonovia* hatte von 2012 bis 2017 einen wesentlich *höheren Verschuldungsspielraum*, diesen aber nicht zur Hebung einer größeren Eigenkapitalrendite genutzt. Der Leverage-Index lag in allen Jahren weit über eins (im Durchschnitt der Jahre sogar bei 2,1), was ein Indikator für das Vorliegen einer großen *Leverage-Chance* ist. Hätte der Index dagegen unter eins gelegen, so wäre eine *Leverage-Gefahr* vorhanden gewesen. Dies war hier aber zu keinem Zeitpunkt der Fall.

### **Hohe Renditen: aber unterhalb der deutschen Gesamtwirtschaft**

Die *Vonovia* hat von 2012 bis 2017 (mit Ausnahme von 2012) hohe zweistellige Rentabilitäten realisiert. Dies gilt sowohl für die *Eigenkapitalrendite* als auch für die *Gesamtkapitalrendite* sowie vor und nach Ertragsteuern. Die durchschnittliche *Verzinsung des Eigenkapitals* kam hier auf einen Wert von 20,2 Prozent vor Ertragsteuern und 13,0 Prozent nach Ertragsteuern. Auch die *Gesamtkapitalrendite* realisierte vor Steuern eine durchschnittliche Verzinsung von 9,6 Prozent und nach Steuern von 6,7 Prozent. Im Vergleich mit den gesamten Unternehmen Deutschlands liegt die *Vonovia* allerdings, bis auf das Jahr 2016, unter den hier erzielten Rentabilitätswerten. Dies gilt insbesondere für das relativ schlechte Jahr 2014 bei der *Vonovia*.

### **Ohne Buchgewinne: Substanzverzehr, Liquiditätsrückhang und nur niedrige Renditen**

Wie sieht nun aber das wirtschaftliche Ergebnis der *Vonovia* ohne *Buchgewinne* aus? Hier zeigt sich dann eine völlig andere Welt. Die *Wertschöpfung* kam kumuliert von 2012 bis 2017 nur noch auf einen Wert von 5.790,7 Millionen Euro. Nach Abzug des *Personalaufwandes* in Höhe von 1.602,4 Millionen Euro ergab sich ein *Mehrwert* von 4.188,3 Millionen Euro. Die jahresdurchschnittliche *Lohnquote* lag hier mit 27,7 Prozent zwar höher als mit Buchgewinnen (10,7 Prozent), dennoch fiel sie aber auch hier nur gering aus und lag weit unter dem gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt mit rund 68 Prozent. Entsprechend hoch fiel die *Mehrwertquote* bei *Vonovia* mit einem jahresdurchschnittlichen Wert von 72,3 Prozent aus. Vor diesem gesamten Hintergrund lag dann das um die Buchgewinne *bereinigte Ergebnis* von 2012 bis 2017 kumuliert nur noch bei 1.972,1 Millionen Euro und das Ergebnis nach Ertragsteuern bei 1.380,5 Millionen Euro. Es wurden aber 1.925,4 Millionen Euro an *Dividenden* an

die Shareholder ausgeschüttet, so dass es in Höhe von 544,9 Millionen Euro zu einer *Substanzausschüttung* bzw. zu einem *Substanzverzerr* bei der *Vonovia* gekommen ist.

Dieser Substanzverzerr zeigt sich auch in der *Kapitalflussrechnung* durch eine Veränderung des *Finanzmittelfonds*. In den Jahren 2016 und 2017 kam es hier zu stark negativen Werten. 2016 (-1.567,1 Millionen Euro) und 2017 (-1.274,6 Millionen Euro). Kumuliert lag die Veränderung von 2012 bis 2017 bei -12,3 Millionen Euro und der *Bestand der Liquidität* ging bis zum 31.12.2017 auf 266,2 Millionen Euro stark zurück.

Unter Berücksichtigung der um die Buchwerte bereinigten Ergebnisse kam es auch zu wesentlich niedrigeren Renditen. So lag die *bewertungsneutrale Eigenkapitalrendite vor Ertragssteuern* im Jahresdurchschnitt von 2012 bis 2017 statt bei 20,2 bei nur 5,4 Prozent und nach Steuern statt bei 13,0 bei nur 3,8 Prozent. Ein Vergleich mit der *Eigenkapitalrendite der gesamten deutschen Wirtschaft* fällt dann für die *Vonovia* mehr als bescheiden aus. Hier bestätigt sich aber nur der allgemeine Befund, dass Wohnungsunternehmen mit ihrem eigentlichen Geschäft der *Wohnungsvermietung* nur relativ schmale Renditen erzielen können.

### **Staat ist Profiteur**

Durch die hohen Buchgewinne ist der *Staat* neben den Shareholdern der zweitgrößte Profiteur der *Vonovia*-Geschäftspolitik. Die *Ertragssteuerzahlungen* beliefen sich von 2012 bis 2017 auf 3.955,6 Millionen Euro. Das entsprach einer durchschnittlichen Steuerquote von 35,6 Prozent. Ohne Buchgewinne wären die Steuerzahlungen mit rund 600 Millionen Euro extrem geringer ausgefallen.

### **Beschäftigungszuwächse und gute Ausbildung**

Durch das starke *externe Wachstum* der *Vonovia* stieg die Beschäftigung von 2012 bis 2017 von 1.819 auf 8.448 Mitarbeiter. Dies ist ein Zuwachs von 364,4! Prozent. Auch die Auszubildendenzahlen nahmen von 85 auf 462, um 443,5 Prozent, kräftig zu. Die *Vonovia* wird bezüglich ihrer Ausbildung gelobt und erhält externe Auszeichnungen – auch für ihr Engagement als spitzensportfreundliches Unternehmen.

### **Fehlende Mitbestimmungskultur und hohe Mehrwertproduktion**

Dafür muss man der *Vonovia* in Sachen *Mitbestimmung* schlechte Noten ausstellen. Im Aufsichtsrat gibt es keine Beschäftigten- und Gewerkschaftsvertreter. Die betriebliche Mitbe-

stimmung kann dieses Manko nicht kompensieren. Auch gibt es keine eigenständige Vertretung der Beschäftigten auf Vorstandsebene.

Die jahresdurchschnittliche *Mehrwertproduktion der Beschäftigten* von 2012 bis 2017 fällt dagegen hoch aus. Dies gilt sowohl *mit* (412.840 Euro je Mitarbeiter) als auch *ohne* Buchgewinne (158.857 Euro je Mitarbeiter). Dafür war das Wachstum der *Arbeitsproduktivität* bei steigender *Personalintensität* negativ, obwohl das *Lohnniveauwachstum* auch negativ ausfiel. In Folge stieg die *Lohnquote* bewertungsbereinigt von 20,5 auf 31,6 Prozent.

Die *durchschnittliche Bezahlung* der Vonovia-Beschäftigten lag dabei mit 47.453 Euro trotz sinkenden Lohnniveaus weit oberhalb der Branchenbezahlung im „Grundstücks- und Wohnungswesen“ mit 25.887 Euro und auch oberhalb der Gesamtwirtschaft mit 32.092 Euro.

### **Politische Alternativen**

Die Versäumnisse in der Wohnungswirtschaft im Allgemeinen und die speziellen einzelwirtschaftlichen Befunde bei der *Vonovia* liegen eindeutig in einem *Politikversagen* begründet. Die herrschenden Regierungen der letzten dreißig Jahre haben hier sämtlich versagt. Unter dem *neoliberalen Dogma* sind zu schützende Wohnungsmärkte liberalisiert und fast vollständig einer kontraproduktiven Konkurrenz ausgesetzt worden. Obwohl hinlänglich bekannt ist, dass es hier keine *reine Marktlösung* geben kann. Der *soziale Wohnungsbau* wurde stark zurückgefahren und die hilflosen Versuche einer *Mietpreisbremse* gefährden womöglich selbst bei den Privaten noch den Anreiz zum Bau neuer Wohnungen, wenn es nicht zu einer ausreichenden gewinnbringenden Mietpreis-Deckung beim Wohnungsangebot kommt. Aber auch die Unterstützung der einkommensschwachen Nachfrager mit *Wohngeld* (nachfrageorientierte Subjektförderung), hilft hier nicht wirklich weiter. Wie bei der Mietpreisbremse entsteht dadurch keine einzige *zusätzliche Wohnungseinheit*. Beim Wohngeld fließen die staatlich aufgewendeten Mittel direkt den Immobilieneigentümern als *Mietsubvention* zu. Dies gilt auch für die angebotsorientierte Objektförderung, indem man Bauherren *Zuschüsse* wie verbilligte Darlehen, erhöhte Abschreibungen oder ein Baukindergeld zugesteht.

Außerdem muss bei allen *berechtigten Klagen* über stark gestiegene Mieten immer bedacht werden, dass die Mietbelastung nur eine *relative Größe* ist. Sie ergibt sich eben aus dem Verhältnis von Mietausgaben und Nettoeinkommen. Gerade bei den sozial Schwachen und Arbeitslosen ist hier in der Vergangenheit im neoliberalen Duktus das Nettoeinkommen eben nicht adäquat zu den Mietausgaben mit gewachsen. Hier muss an der *Ursache* bei der pri-

mären Einkommensverteilung angesetzt werden. Dabei sind in erster Linie die Gewerkschaften gefordert.

Börsennotierte Kapitalgesellschaften wie die *Vonovia SE* haben die allgemeine wirtschaftspolitische (neoliberale) Situation für sich ausgenutzt. Sie haben die *Entstaatlichung* durch den *Verkauf öffentlichen Eigentums* und auch den *Verkauf von Werkwohnungen* durch Unternehmen gerne angenommen. Entscheidend war hier zusätzlich die von der herrschenden Politik geschaffene Möglichkeit einer *marktbezogenen Höherbewertung* der Immobilienbestände in den Bilanzen der Unternehmen, die zu *extremen Buchgewinnen* geführt und die eine breit gestreute Schar von *Finanzinvestoren* angelockt haben.

Um die Buchgewinne aber auch an die Shareholder ausschütten zu können, müssen sich die Wohnungsgesellschaften *verschulden* oder über die *Ausgabe von Aktien* entsprechende *Liquidität* beschaffen. Hier kam es dann bei der *Vonovia* zu Ausschüttungen mit einem Substanzverlust von fast 550 Millionen Euro in den Jahren 2012 bis 2017. Dies ist keine *nachhaltige Unternehmenspolitik* und verlangt nach einem immer *größeren Wachstum* (Zuschreibungen bei den höherbewerteten Investment Properties) und *Mietpreissteigerungen* zur Realisierung eines einigermaßen positiven Ergebnisses in der *bewertungsneutralen Wohnungswirtschaft*.

Aber auch der *Staat* profitiert von der pervertierten Möglichkeit einer Höherbewertung der Immobilienbestände in Form von hohen *Steuereinnahmen*.

Diese in der Vergangenheit realisierten Einnahmen könnten zumindest vom Staat wieder für den *Wohnungsbau* verausgabt werden. Entscheidend ist hierbei aber nicht eine Einwirkung auf *Symptome* (Mietpreissteigerungen), mit einer Mietpreisbremse, sondern die Beseitigung der *Ursache*, durch einen vom *Staat finanzierten Wohnungsbau im öffentlichen Eigentum*. Diese Option folgt der sozialstaatlichen Maxime, wonach öffentliche Aufgaben in die öffentliche Hand gehören, die eingesetzten Mittel möglichst nachhaltig verwendet werden und eine *Bereicherung privater Akteure* ausgeschlossen wird. Überlässt man dagegen die Wohnungsangebotsausweitung insbesondere *privatwirtschaftlichen Unternehmen*, dann werden sie versuchen maximale Gewinne aus der Situation zu erzielen. Die Mieten werden überdies nicht merklich sinken. Bietet dagegen der *Staat* das zusätzliche Wohnungsangebot an, so kann dies gerade zur *Befriedigung der schwachen und unteren Einkommensschichten* auch ohne Gewinnverrechnung erfolgen und es wird, durch das größere Angebot, den Druck der Wohnungseigentümer auf die Mieter merklich reduzieren.

Da wir in Deutschland aber weit von einem *staatlich finanzierten Wohnungsbau im öffentlichen Eigentum* als einzige sinnvolle Gegenmaßnahme zur Wohnungsnot entfernt sind, können privatwirtschaftlich, lediglich auf *maximale Gewinne* ausgerichtete und finanzmarktgetriebene Wohnungsgesellschaften wie die *Vonovia SE*, sowie Investmentfonds, die auf Immobilien setzen, und auch private (nichtprofessionelle) Vermieter, weiter ihr gesellschaftlich destruktives Business betreiben.







