



# Stadtrendite: Wirklich von Nutzen?

Ein Streitgespräch

23. April 2008

**Lässt sich der Wert eines Unternehmens für eine Stadt messen?** Die Stadtrendite versucht genau diese Frage zu beantworten. Sie erfasst nicht nur die betriebswirtschaftliche Rendite eines Unternehmens, sondern berücksichtigt Kostenersparnisse für eine Stadt, die dadurch entstehen, dass ein Unternehmen kommunale Aufgaben wahrnimmt. Auch mögliche Folgeergebnisse der wirtschaftlichen Aktivität eines Unternehmens für die Stadt werden in einer weiter gefassten Definition der Stadtrendite abgebildet.

**Alle Unternehmen können eine positive Stadtrendite erzielen.** Die Diskussion um die Stadtrendite wurde zwar im Zuge der Debatte um den Verkauf öffentlicher Wohnungsgesellschaften geführt, grundsätzlich können aber alle Unternehmen eine positive Stadtrendite erzielen.

**Es gibt noch sehr viel Diskussionsbedarf.** Bisher gibt es noch keinen Vorschlag zur Messung der Stadtrendite, der alle Beteiligten zufriedenstellt. Es gibt Unklarheiten darüber, welche Ertrags- und Kostenkomponenten wie bewertet werden dürfen.

**Eine positive Stadtrendite darf kein Argument gegen die Privatisierung von öffentlichen Wohnungsgesellschaften per se sein.** Letztlich wurde mit der Stadtrendite eine wichtige Debatte neu belebt: nämlich die Diskussion um den Sinn öffentlicher Wohnungsbestände. Das dürfte langfristig wohl der größte Nutzen der Auseinandersetzung sein, denn die Bewertungsprobleme lassen sich kaum lösen.

www.  
dbresearch.de

#### Autoren

Dr. Tobias Just  
+49 69 910-31876  
tobias.just@db.com

Prof. Dr. Wolfgang Maennig  
Universität Hamburg  
+49 40 42838-4622  
maennig@econ.uni-hamburg.de

Prof. Dr. J. Schwalbach  
Humboldt-Universität zu Berlin  
+49 30 2093-5633  
schwal@wiwi.hu-berlin.de

Dr. Michael Voigtländer  
Institut der deutschen Wirtschaft Köln  
+49 221 4981-741  
voigtlaender@iwkoeln.de

#### Editor

Dr. Tobias Just

**Publikationsassistentz**  
Gerda Fuchs-Sobolew

Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
**Internet:** www.dbresearch.de  
**E-Mail:** marketing.dbr@db.com  
**Fax:** +49 69 910-31877

**DB Research Management**  
Norbert Walter



*Diese Studie basiert auf einer Diskussionsveranstaltung, die am 3. Juli 2007 gemeinsam von Deutsche Bank Research und der Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung (gif) im Hause der Deutschen Bank ausgerichtet wurde. Externe Autoren vertreten ihre eigene Meinung.*



## Ein Wort macht Karriere

Das Jahr 2005 gilt als das Geburtsjahr des Begriffs „Stadtrendite“ und der Präsident des Bundesverbands deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen (GdW), Lutz Freitag, als sein Vater. Das Wort Stadtrendite wurde in einer Zeit erfunden, als angelsächsische Investoren mit sehr hohem Fremdkapitalhebel massiv deutsche Wohnungsportfolios der öffentlichen Hände und von deutschen Unternehmen aufkauften.

Vielerorts ging die Sorge um, dass die neuen privaten Eigentümer sich als „Heuschrecken“ aufführen würden; es wurden deutlich steigende Mieten, weniger Investitionen in den Wohnungsbestand sowie in das soziale Wohnumfeld und weniger ökologische Nachhaltigkeit befürchtet. Der Begriff der Stadtrendite wurde bewusst der rein betriebswirtschaftlichen Rendite gegenüber gestellt, um den Wert des Gutes Wohnen für das Gemeinwesen, hier die Städte, zu zeigen. Die Stadrendite transportiert die Alltagserfahrung, dass ein angenehmes Wohnumfeld wertvoll ist, dass der Nutzen einer Wohnung nicht an der Haustür endet. Allerdings wurde der Begriff der Stadrendite auch instrumentalisiert, um öffentliche Wohnungsbestände zu rechtfertigen. Um dies kritisch zu prüfen, veranstaltete Deutsche Bank Research gemeinsam mit der Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung (gif) am 3. Juli 2007 eine Diskussionsrunde im Haus der Deutschen Bank. In dieser Studie skizzieren die beiden Diskutanten, Prof. Dr. Joachim Schwalbach von der Humboldt-Universität zu Berlin und Dr. Michael Voigtländer vom Institut der Deutschen Wirtschaft in Köln, ihre Argumente. Die Schlussbemerkungen stammen von Prof. Dr. Wolfgang Maennig von der Universität Hamburg, der den Arbeitskreis Real Estate Economics and Politics der gif leitet und von Dr. Tobias Just von Deutsche Bank Research.

Dr. Tobias Just, DB Research (+49 69 910-31876, tobias.just@db.com)

**Nutzen einer Wohnung endet nicht an der Haustür**

## Der Begriff der Stadrendite

**Stadrendite umfasst ökonomische, gesellschaftliche und ökologische Aspekte**

Die Stadrendite versucht, den Wert eines privaten oder öffentlichen Unternehmens für die Stadt zu erfassen. Die Stadrendite basiert auf einem Wertbegriff, der neben ökonomischen auch gesellschaftliche und ökologische Aspekte berücksichtigt. Bisher fehlt es an praxisnahen Konzepten zur Messung der Stadrendite. Diese Konzepte müssten sowohl die Ziele der betrachteten Unternehmen als auch diejenigen der Stadt enthalten. Nur dann ist man in der Lage, die Stadrendite zu berechnen und sie der rein finanzwirtschaftlichen Rendite von Unternehmen gegenüberzustellen.

Die Idee der Stadrendite erscheint im Bereich der Wohnungswirtschaft als ein völlig neues Konzept. Bei näherer Betrachtung lassen sich jedoch viele Parallelen zu einer bereits seit längerem geführten Diskussion um die gesellschaftliche Verantwortung von Unternehmen finden.

## Stadrendite und Nachhaltigkeit

Das Institut für Management der Humboldt-Universität zu Berlin hat erstmalig den Versuch unternommen, Kriterien zur Messung der Stadrendite zu erarbeiten. Die Untersuchung thematisiert die Wirkung gesellschaftlicher Maßnahmen von Unternehmen für die Stadt am Beispiel eines öffentlichen Unternehmens (DEGEWO). Die Berechnung der Stadrendite für ein privatwirtschaftliches Unterneh-

**Erwartungen von vielen Interessensgruppen bestimmen Umfeld von öffentlichen Unternehmen**

men steht noch aus, würde aber grundsätzlich denselben Überlegungen folgen. Die mit der Studie vorgelegte Methode zur Berechnung der Stadttrendite ermöglicht die Ermittlung und den Vergleich des gesellschaftlichen Beitrags von privatwirtschaftlichen und öffentlichen Unternehmen für Städte und Kommunen.

Um den Begriff „Stadttrendite“ besser einordnen zu können, müssen wir uns die aktuelle Diskussion zur gesellschaftlichen Verantwortung von Unternehmen (Corporate Social Responsibility) vergegenwärtigen: Der Begriff „Corporate Social Responsibility“ (CSR) wird in Wissenschaft und Praxis sehr uneinheitlich definiert. Eine Definition von CSR findet sich z.B. im Grünbuch der Europäischen Kommission von 2001: CSR ist „... ein Konzept, das den Unternehmen als Grundlage dient, auf freiwilliger Basis soziale Belange und Umweltbelange in ihre Unternehmenstätigkeit und in ihre Wechselbeziehungen mit den Stakeholdern zu integrieren.“ Eine hohe CSR trägt zur gesamtgesellschaftlichen Nachhaltigkeit bei, die auf drei Verantwortungsbereichen aufbaut: Ökonomie, Soziales/Gesellschaft und Ökologie.

Das Unternehmensumfeld von kommunalen bzw. öffentlichen Unternehmen ist heute verstärkt durch unterschiedliche Erwartungen von vielen Interessengruppen geprägt. Während es Mitte des letzten Jahrhunderts noch breiter Konsens war, dass die Befriedigung öffentlicher Interessen und damit das in den Satzungen verankerte Gemeinwohl als Unternehmenszweck im Vordergrund stehen, wird von einigen Interessengruppen mittlerweile eine Kapitalrendite vergleichbar mit jener eines privatwirtschaftlichen Unternehmens erwartet.

Unternehmen, die eine nachhaltige Entwicklung ihrer Geschäftstätigkeit anstreben, verfolgen den Stakeholder-Ansatz. Stakeholder eines Unternehmens sind Gruppen oder Individuen, die die Unternehmensziele beeinflussen oder ihrerseits von diesen Zielen beeinflusst werden. Zu den Stakeholdern zählen also nicht nur die Anteilseigner, sondern auch andere Anspruchsgruppen wie Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten, Nicht-Regierungs-Organisationen sowie das lokale Umfeld am Unternehmensstandort.

**Formel zur Berechnung der Stadttrendite**

$$\text{Rentabilität des eingesetzten Kapitals} = \frac{\text{Jahresüberschuss} + \text{Steuer} + \text{Zinsen}}{\text{Durchschnittlich eingesetztes Kapital}} \times 100$$



$$\text{Stadttrendite} = \frac{\text{Konzernergebnis} + \text{Leistung des Wohnungsunternehmens für betriebswirtschaftlich langfristig begründbare Stadtprojekte (angesetzt als Kosten)} + \text{nicht in der GuV erfasste Erträge für die Stadt durch Leistung des Wohnungsunternehmens}}{\text{Gesamtkapital bzw. Unternehmenswert}} \times 100$$

Quelle: Eigene Darstellung



**Finanzwirtschaftliche Kennzahlen werden Komplexität der Aufgabenstellung nicht gerecht**

## Stadttrendite in der Wohnungswirtschaft

Wie können die vorangegangenen Überlegungen zur Bestimmung der Stadttrendite von Wohnungsunternehmen genutzt werden? Die ökonomische Verantwortung in Verbindung mit der Maximierung des Shareholder Value steht im Zentrum privatwirtschaftlicher Unternehmen. Bei öffentlichen Unternehmen stehen häufig neben dem Gewinnstreben soziale und ökologische Ziele als Unternehmenszweck. Damit wird eine langfristig auf Stakeholder-Interessen ausgerichtete Unternehmenspolitik in der Satzung festgeschrieben. Eine Renditebetrachtung, die lediglich auf traditionellen finanzwirtschaftlichen Kennzahlen beruht, würde der tatsächlichen Leistungsfähigkeit einer auf langfristige Wertschöpfung ausgerichteten Wohnungswirtschaft nicht gerecht.

## Operationalisierung der Stadttrendite für die Wohnungswirtschaft

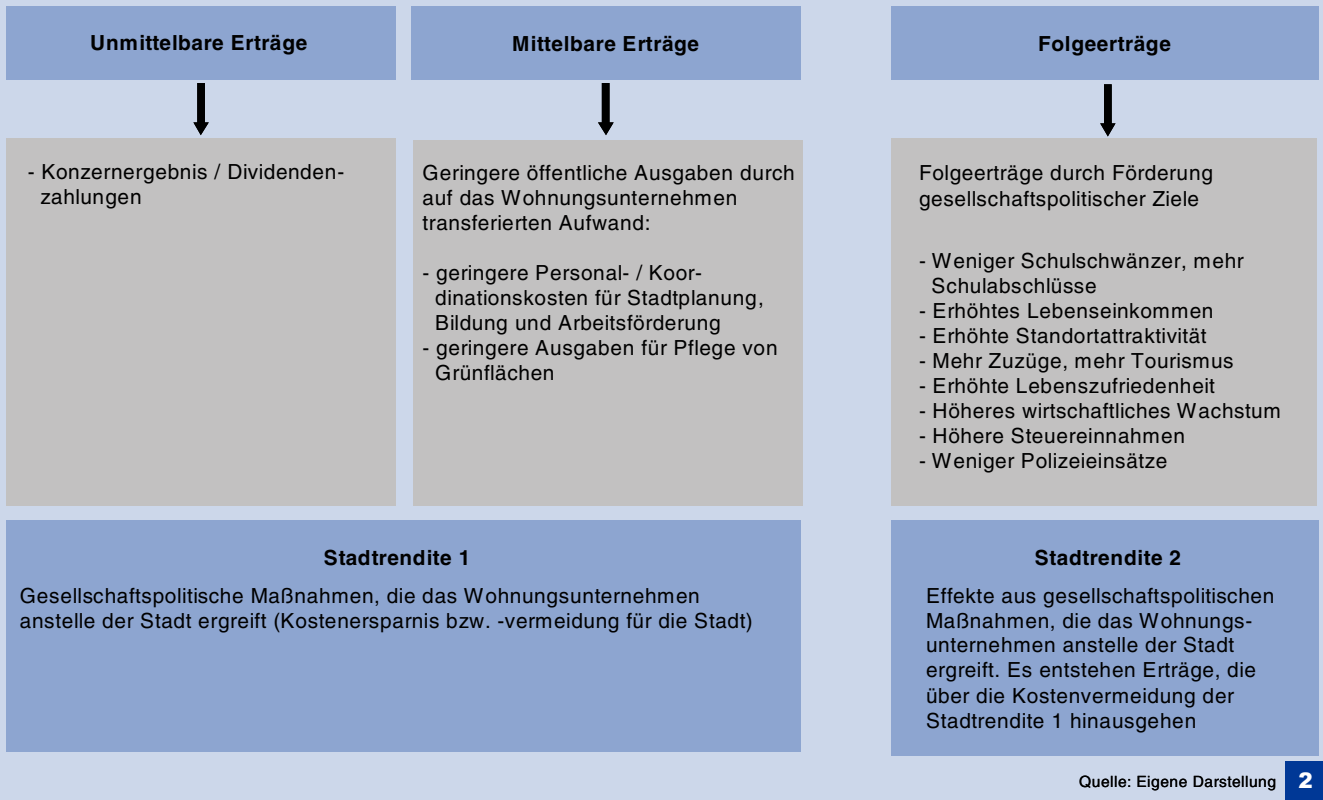
Ausgangspunkt für die Operationalisierung der Stadttrendite ist die finanzwirtschaftliche Renditeformel: Verhältnis von finanziellem Ergebnis zu eingesetztem Kapital. In Anlehnung an die Ausführungen in den Abschnitten zuvor, müssen bei der Berechnung der Stadttrendite neben der ökonomischen auch noch die ökologische und die soziale Komponente berücksichtigt werden. Die Stadttrendite berücksichtigt dementsprechend folgende drei Ergebniskategorien:

- **unmittelbares Ergebnis** des Unternehmens (finanzwirtschaftliches Ergebnis, z.B. Jahresüberschuss);
- **mittelbares Ergebnis** in Form von Kosten des Unternehmens für Projekte zugunsten der Stadt, die die Stadt ansonsten selbst hätte übernehmen müssen;
- **Folgeergebnisse** in Form von Erträgen für die Stadt und das Unternehmen aus Investitionen in Stadtprojekte.

**Es gibt Aktivitäten, die für die Stadt Nutzen bringen, beim Unternehmen aber als Kosten verbucht werden**

Das unmittelbare Ergebnis liefert das Rechnungswesen des Unternehmens. Das mittelbare Ergebnis liefert ebenfalls das Rechnungswesen. Es handelt sich hierbei um Kostenpositionen, die auch als Erträge aus Aufwandsvermeidung für die Stadt verstanden werden können. So geht es dabei um entgangene Einnahmen durch Mietverzicht bei sozialen Projekten, die gesellschaftlich erwünscht, jedoch betriebswirtschaftlich bei kurzfristiger Maximierung des Shareholder Value nicht begründbar wären. In der dritten Kategorie finden sich Aktivitäten des Unternehmens, von denen sowohl die Stadt als auch das Unternehmen durch Folgeergebnisse bzw. -Erträge profitieren. Diese Erträge fallen zeitverzögert direkt bei der Stadt und dem Unternehmen an. Für das Unternehmen sind es Erträge aufgrund höherer Reputation, die z.B. die Attraktivität des Unternehmens als Vermieter und Verkäufer von Wohnraum zum Ausdruck bringt. Ebenso erhöhen die Aktivitäten des Unternehmens die Attraktivität der Stadt aus Sicht der Bürger, Investoren und Touristen. Dies schlägt sich z.B. in höheren Steuereinnahmen, wachsender Zahl von Unternehmensgründungen, geringeren Sozialaufwendungen für Arbeitslose und positivem Bevölkerungswachstum nieder. Die Rendite auf der Basis von betriebswirtschaftlich relativ belastbaren Daten für unmittelbare und mittelbare Ergebnisse bezeichnen wir als **Stadttrendite 1**, die Summe aus Stadttrendite 1 und aus den Folgeerträgen dagegen als **Stadttrendite 2**.

### Ertragskategorien der Stadtrendite



### Bürgerprojekte erhöhen Stadtrendite

#### Berechnung der Stadtrendite 1

Die Berliner kommunale Wohnungsgesellschaft DEGEWO hat zahlreiche Bürgerprojekte initiiert bzw. beteiligt sich an ihnen und fördert bereits vorhandene Projekte. Der Aufwand hierfür setzt sich gewöhnlich aus Personalkosten der DEGEWO, Bezahlung für unternehmensfremde Leistungen, Mieten bzw. entgangenen Mieteinnahmen sowie sonstigen Sachkosten zusammen. Diese Projekte sollen die Wohnsituation in den Quartieren der DEGEWO verbessern. Sie gelten als Bürgerprojekte und sind bei der Berechnung der Stadtrendite 1 in vollem Umfang zu berücksichtigen, da sie die Kriterien für eine strategische und zielgerichtete CSR-Maßnahme erfüllen. Förder- bzw. Spendenaktivitäten der drei Gesellschaften DEGEWO, KÖWOG und WBG Marzahn weisen Spenden für über 100 Einzelmaßnahmen in den Bereichen Jubiläen/Eröffnungen, Kultur, Kinder/Jugendliche, Sport, Sozialeinrichtungen/Behinderte, Stadtteilmanagement, Vereine/Stiftungen und Sonstiges in Höhe von EUR 331.000 in den Jahren 2003 bis 2005 aus. Ein weiterer großer Kostenblock, der von der DEGEWO getragen wird, eigentlich aber der Stadt zuzurechnen wäre, sind die Kosten für städtebauliche Aufgaben, Maßnahmen zur Marktbereinigung und für den Kauf und/oder die Bewirtschaftung unrentabler Quartiere und Grundstücke. Insgesamt beliefen sich die Kosten für städtebauliche Aufgaben, Maßnahmen zur Marktbereinigung und unrentable Quartiere im Jahr 2005 auf EUR 8,7 Mio.

Mietverzichte und -stundungen entlasten die Stadt und ermöglichen die Aufnahme von Mietern in Hausgemeinschaften bzw. deren Verbleib in stabilen Sozialgefügen. Im Jahr 2005 beliefen sich diese Mietnachlässe und Mietverzichte auf EUR 3 Mio. Auch für Studenten und Senioren bietet die DEGEWO Mietnachlässe an. Die gewährten

**Erträge für Stadttrendite 1 übersteigen  
unmittelbar Erträge um Faktor 4**

Studentenrabatte summierten sich im Jahr 2005 auf EUR 0,4 Mio. Weiterhin werden Obdachlosen-Wohnungen bereitgestellt. Und nicht zuletzt werden der Stadt Belegungsrechte eingeräumt. Würde die DEGEWO die beschriebenen Hilfen nicht gewähren, müsste die Stadt zur Erfüllung der sozialen Aufgabe der Unterbringung benachteiligter Gruppen entsprechende Aufwendungen tätigen. In der Summe ergibt sich für die DEGEWO-Gruppe im Jahr 2005 bei einem Jahresüberschuss von EUR 4,1 Mio. ein Ergebnisbeitrag als Grundlage für die Berechnung der Stadttrendite 1 in Höhe von EUR 17,2 Mio.

**Berechnung der Stadttrendite 2**

Für die Stadttrendite 2 oder auch den Folgeertrag für die Stadt und für die DEGEWO werden insgesamt sieben Effekte monetär erfasst.

Maßnahmen der DEGEWO, die zusätzliche Arbeitsplätze schaffen oder die Beschäftigte weiter qualifizieren, erhöhen die Bruttowertschöpfung der Stadt und die Einkommen der jeweiligen Personen in Berlin. Auf der Basis von Sekundärstudien werden diese Effekte bewertet. Personen, die bisher nicht in Berlin ansässig waren, können zum einen durch Zuzug in die Stadt und die im Anschluss zu erwartenden Steuern und Gebühren zur Einnahmenerhöhung der Stadt beitragen. Bei dieser Berechnung wird zwischen normalen und studentischen Haushalten unterschieden, da der Stadt jeweils unterschiedliche Summen zukommen. Zum anderen bringen auch die zahlreichen Touristen Einnahmen in die Stadt. Hier gilt es natürlich, einen Zusammenhang zwischen der Aktivität der Wohnungsgesellschaft und der Zahl zusätzlicher Touristen in einer Stadt herzustellen. Ein Teil dieser Einnahmen landet als Steuereinnahmen bei der Kommune. Neben den Einnahmen sind auch Kostenvermeidungen zu berücksichtigen, die auf Aktivitäten der DEGEWO beruhen, nicht jedoch im Ergebnisbeitrag der Stadttrendite 1 enthalten sind. Hierbei handelt es sich sowohl um Präventionskosten (z.B. Vermeidung von Polizeieinsätzen durch bessere Straßenbeleuchtung) als auch um Behebungskosten (z.B. das Arbeitslosengeld II).

**Aktivitäten der Wohnungsgesellschaft  
können Steuereinnahmen der Stadt  
erhöhen****Stadttrenditen 1 und 2 am Beispiel der DEGEWO**

Zur Berechnung der Stadttrenditen 1 und 2 werden unmittelbare, mittelbare und Folgeerträge mit dem Unternehmenswert in Verbindung gesetzt. In Anlehnung an die in der Praxis gängigen Methoden wurde sowohl der eigenkapitalbasierte Unternehmenswert als auch derjenige auf der Basis des Discounted Cash Flow (DCF) ermittelt. Die monetär bewerteten Effekte aus Ansätzen der Stadttrendite 1 betragen wie oben bereits erwähnt EUR 17,2 Mio. und aus Ansätzen der Stadttrendite 2 insgesamt EUR 29,6 Mio. Demnach kam der Stadt sowohl als Eigentümerin als auch als Kommune im Jahr 2005 ein Betrag in Höhe von EUR 46,8 Mio. aus den Aktivitäten der DEGEWO zugute. Auf der Basis des DCF-basierten Unternehmenswerts in Höhe von EUR 582,6 Mio. folgt eine Gesamt-Stadttrendite (1 und 2) von gut 8% und bei einem EK-basierten Unternehmenswert von EUR 372,5 Mio. sogar eine Stadttrendite von 12,6%.

**Erträge für Stadttrendite 2 übersteigen  
unmittelbare Erträge um Faktor 12****Schlussbemerkung**

Unternehmen werden immer häufiger gefragt, welche gesellschaftliche Verantwortung sie mit ihrer Geschäftstätigkeit übernehmen. Ausgelöst durch die Globalisierung von Märkten wird von Unternehmen zunehmend die Übernahme gesellschaftlicher Verantwortung und die Berichterstattung darüber erwartet. Unternehmen übernehmen an ihrem Standort gesellschaftliche Aufgaben, die

## Unternehmen übernehmen originäre Aufgaben der Stadt

originäre Aufgaben der Stadt sind. Doch bewerten Stadt- und Gemeindeverwaltungen den gesellschaftlichen Beitrag der am Standort tätigen Unternehmen häufig nicht oder nur unzureichend. Beide Seiten, Stadt und Unternehmen, müssten demnach ein Interesse daran haben, die Stadttrendite ihres bzw. ihrer Unternehmen zu erfahren. Der Begriff „Stadttrendite“ ist neu. Erst in den letzten Jahren wird das Thema wiederholt in der Praxis, vornehmlich in der Immobilienwirtschaft, diskutiert. Auf eine allgemeingültige Definition der Stadttrendite kann noch nicht zurückgegriffen werden. Aus unserer Sicht muss der Begriff Stadttrendite unabhängig von den Eigentumsverhältnissen der Unternehmen den Wert eines Unternehmens für die Stadt bzw. für die Kommune spiegeln. Dabei muss neben dem finanzwirtschaftlichen Ergebnis des Unternehmens sein gesellschaftlicher Beitrag für die Stadt berücksichtigt werden. In diesem Zusammenhang ist eine langfristige Betrachtung unabdingbar, da zahlreiche, die Stadttrendite beeinflussende Faktoren nur mittel- bzw. langfristig wirken.

Prof. Dr. Joachim Schwalbach, HU Berlin  
(+49 30 2093-5633, [schwal@wiwi.hu-berlin.de](mailto:schwal@wiwi.hu-berlin.de))

## Vorrang für private Lösungen

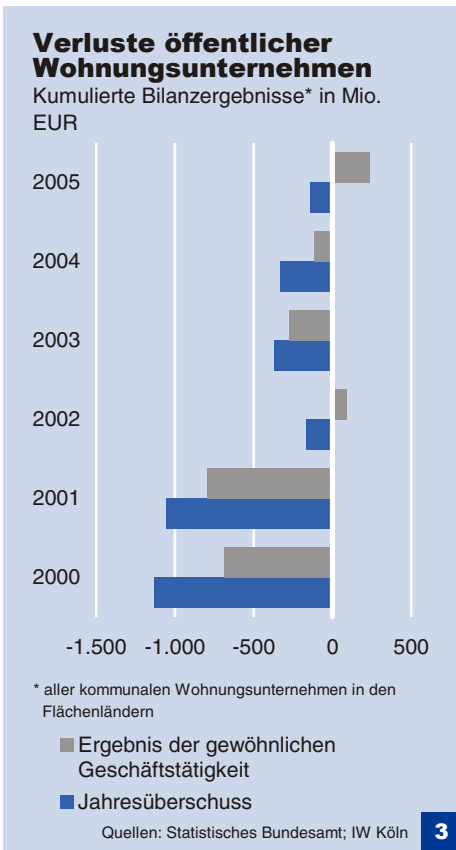
### Hintergrund

Seit 1997 wurden rund 700.000 öffentliche Wohnungen privatisiert.<sup>1</sup> Ohne den erheblichen Widerstand, den der Verkauf insbesondere kommunaler Gesellschaften hervorgerufen hat, wären es vermutlich deutlich mehr gewesen. Kaum ein anderes Thema emotionalisiert die Bürger stärker als die Veräußerung kommunalen Eigentums. Ein besonders eindrucksvolles Beispiel hierfür ist die Stadt Freiburg, wo der Verkauf der Wohnungsgesellschaft Stadtbau letztlich an einem Bürgerentscheid auf Initiative der Gruppe „Wohnen ist Menschenrecht“ gescheitert ist. Derzeit wird dem Thema eine geringere Bedeutung beigemessen, weil die großen Beteiligungs- und Wohnungsgesellschaften aufgrund der Finanzmarktkrise weniger Möglichkeiten für den Erwerb öffentlicher Bestände haben. Auf der anderen Seite ist der Druck auf Seiten der Kommunen geringer, weil die Steuereinnahmen durch den wirtschaftlichen Aufschwung stark gestiegen sind. Es ist jedoch zu erwarten, dass das Thema bald wieder auf die Agenda gesetzt wird. Schließlich werden nach wie vor große Wertsteigerungspotenziale in den öffentlichen Wohnungsbeständen gesehen, da Wohnungen in Deutschland allgemein als günstig bewertet gelten und gerade bei den öffentlichen Gesellschaften noch von Effizienzreserven ausgegangen wird. Noch befinden sich etwa 2,3 Mio. Wohnungen in öffentlicher Hand, davon knapp 2 Mio. bei den Kommunen.

Nüchtern betrachtet stellen die öffentlichen Bestände eine schwere finanzielle Bürde für die öffentliche Hand dar. Nach Daten des Statistischen Bundesamtes belief sich der aggregierte Verlust der öffentlichen Wohnungsgesellschaften zwischen 2000 und 2005 auf EUR 3,2 Mrd. Auch bei Betrachtung der Ergebnisse für die gewöhnliche Geschäftstätigkeit, bei der Sondereinflüsse wie Verlustübernahmen oder Zu- und Verkäufe herausgerechnet werden, zeigt sich für den betrachteten Zeitraum ein Gesamtverlust von über

## Thema Wohnungsprivatisierung wird wieder an Bedeutung gewinnen

<sup>1</sup> Vgl. J. Vesper et al. (2007). Veränderung der Anbieterstruktur im deutschen Wohnungsmarkt und wohnungspolitische Implikationen. Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung (Hrsg.). Forschungen, Heft 124. Bonn 2007.



### Subventionierte Mieten sind ein wenig treffsicheres sozialpolitisches Instrument

EUR 1,5 Mrd. Entstanden sind diese Verluste vornehmlich in Ostdeutschland. Doch auch in Westdeutschland lag die Eigenkapitalrendite vielfach nur bei 2 bis 3% – zu wenig, um etwa die Zinslast der Kommunen zu kompensieren.

Abgesehen davon, dass die unternehmerische Tätigkeit des Staates einer besonderen Rechtfertigung bedarf, werden die Bürger also in ein wenig rentables und auch riskantes Investment gezwungen. Rein betriebswirtschaftlich gesehen ist ein Festhalten an öffentlichen Wohnungsbeständen keineswegs zu legitimieren. Mit der Stadrendite wird nun versucht, den über das betriebswirtschaftliche Ergebnis hinausgehenden Beitrag der kommunalen Wohnungsgesellschaften herauszustellen. Argumentiert wird, dass die öffentlichen Gesellschaften in ökologischer, sozialer und gesellschaftlicher Hinsicht einen so großen Zusatznutzen für die Stadt erbringen, dass sich bei Berücksichtigung all dieser Aspekte das kommunale Unternehmertum letztlich im Vergleich zu einer Veräußerung rentiert.

Es ist unmittelbar ersichtlich, dass sich die Stadrendite nur sehr schwer quantitativ bestimmen lässt. Gerade die Berechnungen von Schwalbach, die zuvor kurz vorgestellt wurden, bedingen eine Reihe von Annahmen, die einer kritischen Betrachtung kaum standhalten.<sup>2</sup> Doch auch in qualitativer Hinsicht wirft das Konzept der Stadrendite Fragen auf. Entscheidend für die Vorteilhaftigkeit des kommunalen Unternehmertums muss letztlich sein, ob der Zusatznutzen am effizientesten über den Weg des öffentlichen Unternehmens erzielt werden kann. Dies ist häufig nicht der Fall; die Ziele der öffentlichen Hand können günstiger und zielgerichteter über alternative Lösungen erreicht werden. An den Beispielen Sozial- und Umweltpolitik lässt sich dies veranschaulichen.

### Zielgenaue Sozialpolitik

Sofern die kommunalen Gesellschaften sozialpolitische Aufgaben übernehmen, werden die Sozialbudgets der Gebietskörperschaften auf den ersten Blick entlastet. Dies kann als Bestandteil der Stadrendite gewertet werden. Tatsächlich wurden viele der heutigen öffentlichen Gesellschaften gegründet, um die Wohnungsnot nach den Weltkriegen zu lindern und den privaten Haushalten günstigen Wohnraum zur Verfügung zu stellen. Mit der Aufgabe der Gemeinnützigkeit im Jahr 1990 sind die Gesellschaften an dieses Ziel jedoch nicht mehr gebunden. Fast 40% der öffentlichen Gesellschaften, auch die Stadtbau in Freiburg, vermieten zur ortsüblichen Vergleichsmiete. Dies ist zu begrüßen, weil subventionierte Wohnungsmieten ein sehr teures und wenig treffsicheres sozialpolitisches Instrument sind. Im sozialen Wohnungsbau liegt die Fehlbelegungsquote trotz eines weit gefassten Bedürftigkeitsbegriffs bei 40 bis 50%.<sup>3</sup> Auf der anderen Seite sind nicht genügend Sozialwohnungen für alle sozialschwachen Haushalte vorhanden. Geboten ist daher eine personengebundene Förderung, wie sie mit dem Wohngeld und vor allem der Übernahme der Unterhaltskosten im Rahmen des Sozialgelds und Arbeitslosengelds II schon längst Anwendung findet.

Etwas anders gelagert ist der Fall bei der Lösung des Zugangsproblems. Manche Haushalte finden trotz ausreichender Zahlungsfähigkeit schwer Wohnraum, weil sie aus Sicht der Vermieter gewisse

<sup>2</sup> Vgl. M. Voigtländer (2007). Der öffentliche Wohnungsmarkt in Deutschland – eine Untersuchung aus ordnungspolitischer Sicht. S. 31-35. Köln.  
<sup>3</sup> Vgl. z.B. V. Stern (2001). Wohnungsbauförderung auf dem Prüfstand. Karl-Bräuer-Institut des Bundes der Steuerzahler. Heft 93, S. 69, Bonn; J. Kirchner (2006). Wohnungsversorgung für unterstützungsbedürftige Haushalte. S. 109. Wiesbaden.

### **Belegungsrechte sichern effizient die Wohnraumversorgung für Problemgruppen**

Risikomerkmale aufweisen. Zu diesen Problemgruppen zählen häufig Haftentlassene, Drogenkranke, Ausländer, aber auch Familien mit vielen Kindern. Da der Vermieter die Mieten für diese Gruppen nicht um einen Risikoaufschlag erhöhen darf, schließt er sie nach Möglichkeit von seinem Angebot aus. Bieten die kommunalen Gesellschaften speziell diesen Gruppen Wohnungen an, steuern sie zur Lösung einer Marktunvollkommenheit bei und erbringen der Kommune einen Zusatznutzen. Allerdings ist es auch hier nicht sicher, ob dieses Ziel tatsächlich von den öffentlichen Anbietern verfolgt werden muss. Wichtiger ist jedoch, dass keine öffentlichen Unternehmen zur Lösung dieses Problems benötigt werden. Anstatt komplette Wohnungsanlagen zu betreiben, können die Kommunen besser Belegungsrechte für die notwendige Zahl von Wohnungen von privaten Vermietern erwerben.

### **Räumliche Differenzierung von Belegungsrechten verhindert soziale Segregation**

Im Gegenzug für einen Einmalbetrag oder eine laufende Vergütung erhält die Kommune das Recht, eine Wohnung mit von ihr ausgewählten Mietern zu belegen. Im Vergleich zu dem Einsatz eigener Wohnungen besteht für die Kommunen der große Vorteil darin, dass die Belegungsrechte flexibler an den Bedarf angepasst werden können. Schließlich können weitere Belegungsrechte gekauft werden, sobald der Bedarf sehr hoch ist, oder man verzichtet auf eine Verlängerung der Belegungsrechte, wenn der Bedarf zurückgeht. Im Fall der öffentlichen Wohnungen müssten dagegen neue Wohnungen gebaut oder gekauft werden, die auch dann fortbestehen, wenn es keinen adäquaten Bedarf gibt. Indem die Kommunen Belegungsrechte im Bestand räumlich differenziert erwerben, wird außerdem der sozialen Segregation sehr effizient entgegengewirkt. Bei kommunalen Wohnanlagen können sich dagegen die Problemhaushalte kumulieren, was hohe soziale Folgekosten nach sich zieht. Sichern können sich die Kommunen die Belegungsrechte direkt bei der Veräußerung der öffentlichen Wohnungen. So verfügt die Stadt Dresden auch nach dem Verkauf der WOBA noch über 8.000 Belegungsrechte. Die Beschaffung über den freien Markt funktioniert ebenfalls. Dies beweist das Beispiel Belgien, wo Belegungsrechte bereits seit Ende der 1980er Jahre Anwendung finden.<sup>4</sup>

### **Private CSR-Aktivitäten ergänzen**

Ein wesentlicher Aspekt der Diskussion um die Stadttrendite rankt um die Erhaltung sozialer Stabilität in den Wohnvierteln. Mit Blick auf die öffentlichen Unternehmen wird herausgestellt, dass sie sich im Quartiersmanagement engagieren, lokale Initiativen fördern, Kinder- und Jugendtreffs organisieren, problematische Bauwerke abreißen und insgesamt zur sozialen Stabilisierung beitragen. Dies wiederum wirkt sich positiv auf die Stadtentwicklung aus. Doch auch die renditeorientierten, großen, privaten Wohnungsgesellschaften kümmern sich um ihre Wohnviertel. Auch die Gagfah, die Deutsche Annington oder die GSW organisieren Mieterfeste, helfen Jugendlichen und pflegen die Außenanlagen. Schließlich liegt die Erhaltung des sozialen Umfelds in ihrem eigenen Interesse. Verfällt das Wohnviertel und fühlen sich die Bewohner zunehmend von der wirtschaftlichen Entwicklung abgehängt, fällt es den Vermietern zunehmend schwer, ihre Objekte zu vermieten.

Die wirtschaftlichen Interessen der Unternehmen und die sozialen und gesellschaftlichen Ziele der Bürger fallen im Bereich der Wohnungswirtschaft unmittelbar zusammen. CSR ist im Bereich der

<sup>4</sup> Vgl. J. Kirchner (2006). Wohnungsversorgung für unterstützungsbedürftige Haushalte. S. 84-86. Wiesbaden.

**CSR ist die Grundlage für wirtschaftlichen Erfolg**

Wohnungswirtschaft (und nicht nur hier) weit mehr als Marketing, sondern letztlich die Grundlage für den wirtschaftlichen Erfolg. Probleme entstehen nur dann, wenn in einem Wohnviertel sehr viele Vermieter aktiv sind. Dann ist es attraktiv, die Freifahrerposition einzunehmen und abzuwarten, was die anderen Anbieter tun. Große Vermieter, unabhängig von der Eigentümerstruktur, können sich dies nicht erlauben.

Aus Sicht der Kommunen empfiehlt es sich daher, zunächst abzuwarten, welche CSR-Aktivitäten die privaten Akteure verfolgen und dann gegebenenfalls ergänzend oder in Kooperation mit den Gesellschaften aktiv zu werden. Betreiben sie hingegen selbst eine Wohnungsgesellschaft, verdrängen sie nicht nur das private Wohnungsangebot, sondern auch die privaten CSR-Aktivitäten. Der Verkauf von Wohnungsgesellschaften bedeutet zwar, dass gewohnte Kooperationspartner verloren gehen können, jedenfalls dann, wenn auch das Personal getauscht wird. Da jedoch die Wohnungsgesellschaften und die Kommunen gleiche Interessen verfolgen, sollte eine Neuauflage der Kooperation stets möglich sein.

**Klimapolitik: Verzicht auf kommunale Leuchtturmprojekte**

Die Bundesregierung hat ehrgeizige Klimaschutzziele und möchte bis zum Jahr 2020 den CO<sub>2</sub>-Ausstoß gegenüber dem Vergleichsjahr 1990 um 40% reduzieren. Ein Schlüssel zum Erreichen dieses Ziels besteht in der energetischen Sanierung des Gebäudebestands. Rund 14% der CO<sub>2</sub>-Emissionen entfallen auf das Bewirtschaften und das Beheizen von Wohngebäuden. Da neue Gebäude im Durchschnitt nur ein Drittel der Energie von Altbauten verbrauchen, besteht hier ein noch größeres Vermeidungspotenzial. Vor diesem Hintergrund haben einige Wohnungsgesellschaften begonnen, ihre Bestände energetisch zu sanieren. Dabei versuchen vor allem kommunale Gesellschaften eine Vorreiterrolle einzunehmen. Im Sinne der Stadtrendite leisten sie hiermit einen Zusatznutzen, da das Klima weniger belastet wird.

**Sanierung auf den 7-Liter-Standard wirtschaftlich sinnvoll**

Ein Beispiel hierfür ist die Volkswohnung in Karlsruhe, die durch energetische Sanierungen ein Teil ihrer Bestände vollkommen unabhängig von Gas und Öl gemacht hat. Solche Sanierungen kosten jedoch Geld und amortisieren sich, je nach Energiepreisentwicklung, nur langsam. Angesichts der großen Anstrengungen, die zu leisten sind, ist es daher entscheidend, die Vermeidung dort durchzuführen, wo sie am günstigsten ist. Die Unternehmensberatung McKinsey hat im Auftrag des BDI eine Studie zu den Vermeidungspotenzialen in Deutschland vorgelegt.<sup>5</sup> Für den Gebäudesektor kommen sie zu dem Schluss, dass eine Sanierung auf den 7-Liter-Standard die wirtschaftlichste Vermeidungsmöglichkeit darstellt. In Karlsruhe hat man dagegen den 6-Liter bzw. teilweise sogar 4-Liter-Standard erreicht. Während jedoch McKinsey von rund EUR 55 energetischen Zusatzkosten pro Quadratmeter ausgeht, lagen die Zusatzkosten in Karlsruhe bei EUR 176 pro Quadratmeter. Im Rahmen des Projektes ZukunftHaus der Deutschen Energieagentur (Dena) ergaben Auswertungen des InWis-Instituts in Essen für die energetische Sanierung auf den Niedrigenergiestandard sogar Zusatzkosten von mehr als EUR 200 pro Quadratmeter für zahlreiche Beispiele.

<sup>5</sup> McKinsey&Company (2007). Kosten und Potentiale der Vermeidung von Treibhausgasemissionen in Deutschland – Sektorperspektive Gebäude, o.O.

### **Flächendeckende Sanierung des Wohnungsbestandes ist besser als wenige Leuchtturmprojekte**

Da es letztlich gleichgültig ist, wo CO<sub>2</sub> gespart wird, folgt hieraus, dass eine flächendeckende Sanierung mit weniger ambitionierten Zielen insgesamt günstiger ist als die Verwirklichung kommunaler Leuchtturmprojekte – bei insgesamt gleichem Vermeidungsergebnis. Anstatt kommunale Gesellschaften zu bezuschussen bzw. auf Gewinne zu verzichten, sollte die öffentliche Hand besser die allgemeine Förderung erweitern. Im Rahmen des CO<sub>2</sub>-Gebäude-sanierungsprogramms werden zwar jährlich etwa EUR 600 bis 700 Mio. bereitgestellt, gemessen am tatsächlichen jährlichen Investitionsbedarf sind dies jedoch gerade einmal 4 bis 4,5%.<sup>6</sup> Ein weiteres Beispiel für die teure Klimapolitik über die öffentliche Gebäudewirtschaft zeigen Berechnungen für das Umweltbundesamt. Hiernach liegen die Kosten der energetischen Modernisierung der sozialen Infrastruktur mit EUR 163 je eingesparter Tonne Kohlendioxid deutlich über den Kosten alternativer Vermeidungsmöglichkeiten, wie sie im Preis für Emissionsrechte von derzeit etwa EUR 20 deutlich werden.<sup>7</sup> Leuchtturmprojekte können zwar zum Nachahmen anregen. Dies gilt jedoch nur dann, wenn die Wirtschaftlichkeit gegeben ist.

### **Die Stadtrendite bringt keine Argumente für das Festhalten an öffentlichen Wohnungsgesellschaften**

#### **Schlussbemerkungen**

Die Diskussion um die Stadtrendite liefert keine Argumente für ein Festhalten an öffentlichen Wohnungsgesellschaften. Die im Wohnungsmarkt vorliegenden Marktunvollkommenheiten bedingen nicht den Einsatz öffentlicher Wohnungsgesellschaften, sondern können über alternative Instrumente besser gelöst werden. So gesehen werden mit der Stadtrendite keine neuen Aspekte thematisiert, sondern eher die bestehenden Koordinationsprobleme im Wohnungsmarkt zusammengefasst und systematisiert. Hierin liegt wohl der größte Verdienst der Diskussion um die Stadtrendite.

Insgesamt spricht viel dafür, dass sich die Kommunen bei entsprechender Nachfrage von ihren Wohnungsbeständen trennen. Schließlich kann durch eine umfassende Privatisierung das im Wohnungsbestand gebundene Kapital der Steuerzahler gesamtwirtschaftlich sinnvollerem Verwendungsmöglichkeiten zugeführt werden. Dem stehen jedoch nach wie vor die Ängste und Befürchtungen der Mieter und Bürger entgegen. Hier bedarf es noch großer Überzeugungsarbeit von Investoren, Wissenschaftlern und Politikern. Entscheidend für die weiteren Privatisierungen werden aber wahrscheinlich die Erfahrungen der Städte sein, die den Schritt in die Privatisierung bereits vollzogen haben.

Dr. Michael Voigtländer, IW Köln  
(+49 221 4981-741, voigtlaender@iwkoeln.de)

### **Die Stadtrendite: ein guter Anstoß für Diskussionen – mehr nicht!**

#### **Stadtrendite ökonomisch**

Die „Stadtrendite“ ist – zumindest jenseits der betriebswirtschaftlichen Renditeteile – ein geläufiger Begriff für den etwas schwergängigen ökonomischen Terminus der positiven technologischen externen Effekte. Bei diesen handelt es sich um (Folge-)Wirkungen einer Handlung, die nicht über den Marktmechanismus abgegolten wer-

<sup>6</sup> H. Bardt, M. Demary und M. Voigtländer (2008). Immobilienwirtschaft und Klimaschutz: Potenziale, Kosten und Hemmnisse. Erscheint in IW-Trends. Jg. 35. Heft 2.

<sup>7</sup> Umweltbundesamt (2007). National Inventory Report for the German Greenhouse Gas Inventory 1990-2005. Dessau.

**Stadttrendite als Versuch, positive externe Effekte zu messen**

den. Gibt es ein gesellschaftliches Interesse daran, dass positive Externalitäten entstehen, und sorgt der Markt nicht für eine ausreichende Menge oder Güte dieses Nebenprodukts, sprechen Ökonomen von Marktversagen. Dann gäbe es für die öffentliche Hand eine Legitimation, direkt in das Marktgeschehen einzugreifen, um das Ergebnis zu korrigieren – vorausgesetzt, sie verursacht bei dem Korrekturversuch nicht mehr Schaden als Nutzen. Die Stadttrendite misst solche externe Effekte von Gebäudeeigentümern, die für die Menschen in einer Kommune entstehen. Joachim Schwalbach weist darauf hin, dass grundsätzlich auch private Unternehmen neben der betriebswirtschaftlichen Rendite eine Zusatzrendite für das Gemeinwesen, hier die Stadt, erwirtschaften. In der Diskussion um die Privatisierung von kommunalen Wohnungsunternehmen wird jedoch mit dem Begriff unterstellt, dass die Stadttrendite bei Wohnungsunternehmen der öffentlichen Hand höher ausfällt als bei privaten.

**Lehren aus der Diskussion um die Stadttrendite**

Mit dem Begriff der Stadttrendite wird letztlich die Frage nach der Rolle des Staates auf dem Wohnungsmarkt gestellt. Die noch nicht abgeschlossene Diskussion der Stadttrendite lässt fünf Zwischenergebnisse zu:

**Diskussion um Stadttrendite zwingt zu mehr Transparenz**

1. Die Diskussion über die Stadttrendite ist wichtig, da sie alle Wohnungsunternehmen zu mehr Transparenz hinsichtlich ihrer Leistungen für die Mieter, für das Wohnumfeld, aber auch für ihre Kapitalgeber zwingt. Mehr Transparenz ist wünschenswert, weil sie das Verstecken hinter schönen, aber leeren Worthülsen verhindert.

**Einladung zur Bewertungswillkür**

2. Die Stadttrendite wird wohl kaum zu einer bedeutsamen Kenngröße für die Unternehmensbewertung. Dafür gibt es zu viel Uneinigkeit über den geeigneten Kapitalbegriff sowie über die sinnvollen und vor allem zurechenbaren Leistungen einer Wohnungsgesellschaft jenseits der reinen Vermietungsleistung. Die Vielfalt der diskutierten möglichen externen Effekte, die bis zur Bewertung von zusätzlichen Touristen in einer Stadt reicht, wird auch in Zukunft viele Freiheitsgrade lassen. Im Falle der DEGEWO ließe sich neben der Eigenkapitalrendite von 1,1% eine Stadttrendite 1 von 4,6% und sogar eine Stadttrendite 2 von 12,6% ausweisen (hier: EK-basierter Unternehmenswert). Hinzu kommt, dass bei vielen Definitionsversuchen sowohl mögliche pekuniäre als auch mögliche technologische externe Effekte in die Analyse einfließen. Pekuniäre Effekte sind aber keine Rechtfertigung für einen Markteingriff, da sie Marktergebnisse darstellen.

**Verschwendung möglich, da Kosten renditewirksam werden können**

3. Es ist davor zu warnen, dass eine positive Stadttrendite als hinreichende Bedingung für eine gewählte Ordnung ausreicht. Angenommen, ein öffentliches Wohnungsunternehmen erreicht – wie auch immer ermittelt – eine Stadttrendite von 10%, so sagt dies wenig darüber aus, ob dies bereits das bestmögliche Ergebnis wäre. Vielleicht ließen sich durch Belegungsrechte, das Senken von Steuern nach einem Wohnungsverkauf, Sozialklauseln im Zuge einer Privatisierung noch höhere Stadttrenditen erzielen. Die Frage nach alternativen Marktlösungen wird also nicht dadurch beantwortet, dass ausschließlich eine Kennzahl genannt wird, denn die Entscheidung zwischen Markt und Staat lässt sich nur durch den Vergleich aller Alternativen angemessen beantworten. Ein weiteres Risiko besteht darin, dass einzelne Ausgabepunkte direkt stadttrenditewirksam werden und somit zu Verschwendung einladen: Fließen die Ausgaben für ein Stadtteilstück beispielsweise positiv in die Stadttrendite ein, senkt

Ineffizienz zwar die betriebswirtschaftliche Rendite, die Stadtrendite wäre aber nicht betroffen. Jede Aktivität – auch ohne messbaren Erfolg – ließe sich so rechtfertigen.

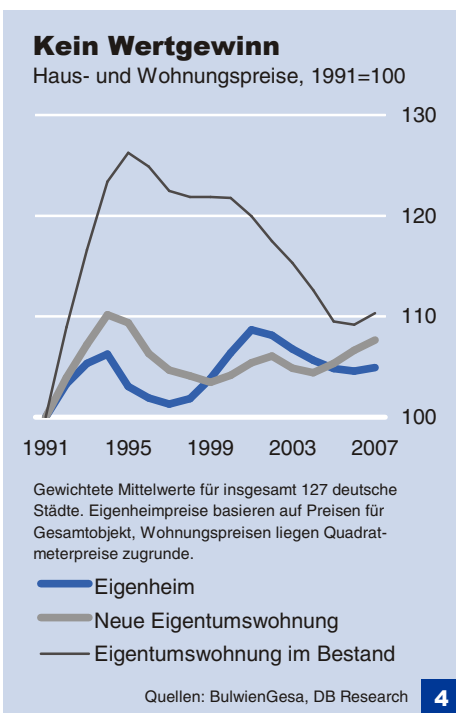
4. Städte und ihre Wohnungsmärkte sind unterschiedlich. Diese Vielfalt könnte sich auch in den gewählten Lösungen für die Wohnungsmärkte zeigen. Experimente sind gesamtwirtschaftlich ausdrücklich erwünscht, denn aus den Erfahrungen lassen sich Lehren ziehen. Gut möglich, dass sich der WOBA-Verkauf in Dresden in einigen Jahren als bestes Beispiel für einen geglückten Verkauf von öffentlichen Wohnungen an private Unternehmen herausstellt. Ohne das Realexperiment würden wir auf jeden Fall weniger über funktionierende und nicht-funktionierende Lösungen wissen.
5. Mit Blick auf einen möglichst großen Handlungsspielraum ist es unverständlich, warum der Gesetzgeber Wohnungs-REITs (für Bestandswohnungen) nicht zulässt (Real Estate Investment Trusts, kurz REITs, sind steuertransparente Immobilienaktiengesellschaften und seit Anfang 2007 auch in Deutschland zulässig). Dies gilt gerade auch deswegen, weil mit dem Zulassen von Wohnungs-REITs keineswegs ausgeschlossen wird, dass sich eine Kommune an einem REIT beteiligt.

Insgesamt wurde mit dem Begriff der Stadrendite ein wichtiges Thema neu adressiert, nämlich wie stark sich der Staat aktiv auf den Wohnungsmärkten beteiligen muss. Bisher hat die Diskussion vornehmlich neue Ansätze zur Strukturierung der Analyse gebracht. Dies ist wertvoll, wenn es der vorurteilsfreien Prüfung aller Alternativen zwischen der reinen Markt- und der reinen Staatslösung auf den Wohnungsmärkten dient.

Eine derartige Analyse ist schon allein deswegen geboten, weil sich die Rahmenbedingungen für die Wohnungswirtschaft in den letzten Jahrzehnten stark verändert haben und in den kommenden Jahrzehnten weiter verändern werden. Die massiven Staatseingriffe der Nachkriegszeit resultierten zumindest teilweise aus der Mangelwirtschaft nach dem Zweiten Weltkrieg sowie aus der Knappheit auf den Wohnungsmärkten in den Wirtschaftswunderjahren. Die Wohnungsmärkte haben sich seitdem entspannt; die Haushaltseinkommen sind in den letzten Jahren kaum noch gestiegen, und die Zahl der Einwohner in Deutschland geht seit 2002 zurück. Als Folge hiervon sind Wohnungspreise und Wohnungsmieten in den letzten Jahren kaum noch gestiegen; vielerorts gingen die Leerstände sogar in die Höhe und die Preise und Mieten stark zurück.

Dr. Tobias Just, DB Research  
 (+49 69 910-31876, tobias.just@bd.com)

Prof. Dr. Wolfgang Maennig, Universität Hamburg  
 (+49 40 42838-4622, maennig@econ.uni-hamburg.de)



- Verkehrsdrehscheibe Berlin kommt auf Touren  
Nr. 417 ..... 21. April 2008
- Klimawandel und Tourismus: Wohin geht die Reise?  
Nr. 416 ..... 5. März 2008
- Die Kraft-Wärme Kopplung  
Ein Eckpfeiler des deutschen Energie- und Klimaprogramms, Nr. 415 ..... 3. März 2008
- EZB Bank Lending Survey: Nur moderate Prognosequalität  
Nr. 414 ..... 3. März 2008
- Indische Pharmaindustrie auf Globalisierungskurs  
Nr. 413 ..... 27. Februar 2008
- Megacitys: Wachstum ohne Grenzen?  
Nr. 412 ..... 21. Februar 2008
- Die Weltwirtschaft in 2008  
Verlangsamung, aber keine Rezession, Nr. 411 ..... 21. Februar 2008
- Infrastruktur Indien: 450 Mrd. Gründe, jetzt zu investieren  
Nr. 410 ..... 12. Februar 2008

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)  
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

## Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© Copyright 2008. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg