

Falsche Perspektiven durch die Subventionierung des Stadtumbaus? Realoptionstheoretische Überlegungen zum Handeln privater Grundeigentümer

Die Rolle der privaten Eigentümer im Stadtumbau

In der Diskussion über die Ausgestaltung der Maßnahmen im „Stadtumbau Ost“ und die Weiterführung des Förderprogramms wird einerseits bemängelt, dass die Belange privater Hauseigentümer kaum berücksichtigt werden. Andererseits wird ein zu geringes Interesse privater Eigentümer³² beanstandet, sich überhaupt an den Stadtumbaumaßnahmen zu beteiligen.

Es stellt sich die Frage, warum es zu diesem scheinbaren Widerspruch kommt und warum das Stadtumbauprogramm im Bereich der privaten Eigentümer bislang wenig Erfolg hatte.

Mit diesem Beitrag werden mögliche Gründe dafür aufgezeigt und die Wirkung der Subventionen auf die Handlungsmöglichkeiten privater Eigentümer untersucht.

Bis 31. Dezember 2007 wurden mit der Förderung des Stadtumbauprogramms in Ostdeutschland 197 735 Wohnungen abgerissen.³³ An der Umsetzung dieses Rückbauvolumens sind aber nicht alle Wohnungsanbieter gleichmäßig beteiligt. Der überwiegende Anteil der rückgebauten Wohnungen entfällt auf die großen kommunalen und genossenschaftlichen Wohnungsanbieter.³⁴ Der Anreiz zum Abriss bei diesen Unternehmen ist nicht allein die Rückbauprämie von etwa 60 Euro je Quadratmeter, sondern vor allem die damit verbundene Ent-

lastung von langfristigen Verbindlichkeiten aus DDR-Zeiten im Rahmen der Altschuldenhilfe.³⁵

Da diese Unternehmen einen hohen Anteil an Plattenbauwohnungen besitzen, liegt der Leerstand in den Stadtumbaukommunen 2005 durch den Rückbau in diesem Segment mit etwa 14% unter der durchschnittlichen gesamtstädtischen Leerstandsquote, während der Leerstand in der Altstadt sowie in innenstadtnahen Altbaugebieten mit knapp 20% im Jahr 2005 deutlich darüberliegt.³⁶

In diesen besonders vom Leerstand betroffenen Quartieren haben private Eigentümer mit einem Marktanteil zwischen 60% und 80% eine dominierende Marktposition und besitzen nach Angaben des zweiten Statusberichts zum Stadtumbau etwa zwei Drittel aller leerstehenden Wohnungen.³⁷

Hier konzentriert sich also die Problematik besonders, und es stellt sich die Frage, wie der „Stadtumbau Ost“ zu einer Besserung der Situation der privaten Hauseigentümer beitragen kann. Aus stadtentwicklungspolitischer Sicht kann der Abriss in den innerstädtischen Altbaubeständen nur in seltenen Ausnahmefällen eine Lösung sein. Stadtbildprägende und denkmalgeschützte Altbauten sollen nach den Zielen des Programms erhalten werden.

Zuschüsse für Modernisierungen von Wohnraum aus Aufwertungsmitteln sind im Rahmen des Stadtumbauprogramms aber nicht vorgesehen. Nur in der Anfangsphase des Programms „Stadtumbau Ost“ bestand bis Ende 2004 eine erhöhte Investitionszulage für den innerstädtischen Altbau in Stadtumbaustädten. Nach dem Wegfall dieser Förderung bleiben steuerliche Effekte bei Gebäuden mit Denkmaleigenschaft und vergünstigte Modernisierungskredite durch die KfW, die aber keinen besonderen Fokus auf Stadtumbaugebiete haben, sondern bundesweit zur Verfügung stehen.

Die Subventionen für Rückbau und Aufwertung im Stadtumbau zielen auf eine nachhaltige Verbesserung der Marktsituation ab, durch die auch die

³² In der Stadtumbaudiskussion werden unter privaten Eigentümern „in Abgrenzung zur unternehmerischen Wohnungswirtschaft [...] Privatpersonen, Ehepartner, Erbengemeinschaften, Personengesellschaften (z. B. in Rechtsform einer GbR) oder im alleinigen Besitz einer Person befindliche Kapitalgesellschaften (z. B. eine GmbH) verstanden, die über einen begrenzten Bestand an Häusern verfügen.“ VESER, J. et al.: Bestandssituation und Bewirtschaftungsstrategien privater Eigentümer in den neuen Ländern und ihre Einbeziehung in den Stadtumbau Ost, in: BBR Forschungen Heft 131. Bonn 2007, S. 7.

³³ LIEBMANN, H. et al.: Perspektiven für die Innenstadt im Stadtumbau. Dritter Statusbericht der Bundestransferstelle. Berlin 2008, S. 14.

³⁴ LIEBMANN, H. et al.: Stadtumbau Ost – Stand und Perspektiven. Erster Statusbericht der Bundestransferstelle. Berlin 2006, S. 38. – Vgl. GDW: Medieninformation Nr. 37/06 vom 05.07.2006, Langfassung, S. 4.

³⁵ GDW: Wohnungswirtschaftliche Daten und Trends 2005/2006. Berlin 2005, S. 150.

³⁶ VESER, J. et al., a. a. O., S. 19.

³⁷ LIEBMANN H. et al.: 5 Jahre Stadtumbau Ost – eine Zwischenbilanz. Zweiter Statusbericht der Bundestransferstelle. Berlin 2007, S. 83.

Investitionsbereitschaft der Privateigentümer ange- regt werden soll.

Ob diese Politik tatsächlich geeignet ist, die Situation der privaten Eigentümer zu verbessern und sie zur Beteiligung am Stadtumbau zu moti- vieren, wird mit dem realoptionstheoretischen An- satz der Immobilienökonomie untersucht.

Immobilien als Realoptionen

Ein unbebautes Grundstück bietet das Recht, zu einem beliebigen Zeitpunkt nach den Festlegungen über Art und Maß der baulichen Nutzung zu bauen. Ein Bebauungszwang besteht in der Regel nicht. Bei bebauten Grundstücken sind Erweiterung, Mo- dernisierung und Umbau, Abriss und Neuerrich- tung, Verkauf, aber auch die Nichtnutzung so ge- nannte Realoptionen, die dem Eigentümer in der Verwendung des Grundstücks zur Verfügung ste- hen. Mit dem Verkauf des Grundstücks und seinen Bauten als Einheit werden alle diese Rechte ge- bündelt übertragen. Der Verkehrswert als Markt- preis der Immobilie enthält somit neben den kapi- talisierten Erträgen auch den Wert dieses Options- bündels.³⁸

Die Theorie der Realoptionen³⁹ erkennt, dass Investitionsmöglichkeiten einige Parallelen zu Ak- tienoptionen, insbesondere zu den Calls oder Kauf- optionen, aufweisen.

Ein Call verbrieft das Recht, eine bestimmte Menge (Bezugsverhältnis) eines bestimmten Guts (Basiswert) zu einem vorher festgelegten Preis (Ba- sispreis) genau an (europäische Option) bzw. bis einschließlich (amerikanische Option) einem/eines im Voraus festgelegten Zeitpunkt/s (letzter Han- delstag) zu beziehen.

Der Wert einer Option auf dem Kapitalmarkt setzt sich aus innerem und äußerem Wert zusam- men.

Der innere Wert einer Kaufoption bemisst sich aus der Differenz zwischen dem aktuellen Markt- wert der Aktie (Basiswert) und dem im Optionspa- pier festgelegten Basispreis und ist der Gewinn, der bei der Ausübung der Option erzielt wird. Ist

dieser innere Wert positiv, befindet sich die Op- tion laut Finanzterminologie *im Geld*, andernfalls *aus dem Geld*.

Der äußere Wert, auch als Aufgeld der Option oder Prämie bezeichnet, ist der Betrag, der am Markt zusätzlich zum inneren Wert für die Option bezahlt wird. Dieses Aufgeld ist gemäß der Options- preistheorie umso höher, je länger die Laufzeit und je höher die Volatilität des Underlying ist, und fällt zum Ende der Laufzeit gegen null. Ein Ansatz zur Ermittlung des äußeren Werts von Aktienoptio- nen wurde von *Black* und *Scholes*⁴⁰ entwickelt. Je- doch ist dieses Bewertungsmodell nicht direkt auf Realoptionen übertragbar.

Tabelle 1:
Parallelität von Aktien- und Realoptionen

Optionsparameter	Call-Option	Grundstück
Underlying/ Basiswert	Aktie	Gegenwartswert der sicheren Miet- einnahmen
Basispreis	festgelegter Preis je Aktie	Bau-/Finanzierungs- kosten
Optionslaufzeit	begrenzt	unbegrenzt
Risikoquelle	Volatilität	Entwicklung der Mieteinnahmen

Quelle: Darstellung des IWH.

Begreift man ein Grundstück als Realoption, entspricht der kapitalisierte Ertrag E aus dem zu errichtenden Gebäude dem Basiswert und die Bau- kosten B dem Ausführungspreis, um den Ertrag zu realisieren. Die Differenz zwischen Ertragswert und Baukosten ist der innere Wert I des Grund- stücks. Da Baukosten als fix angenommen werden und der Ertragswert konservativ kalkuliert werden kann, ist der innere Wert ein sicherer Gewinn, wenn dieser Betrag größer als null ist.

Das Aufgeld zwischen Verkehrswert V und dem inneren Wert des Grundstücks ist der äußere Wert der Realoption Grundstück ($V-I=O$). Der äußere Wert enthält damit die gesamten unsicheren Erwartungen auf zukünftig erhöhte Erträge.

Da Boden als unzerstörbarer Produktionsfaktor gilt, haben die Realoptionen eines Grundstücks anders als Aktienoptionen keine zeitliche Begren- zung. Damit bleibt das Aufgeld so lange bestehen,

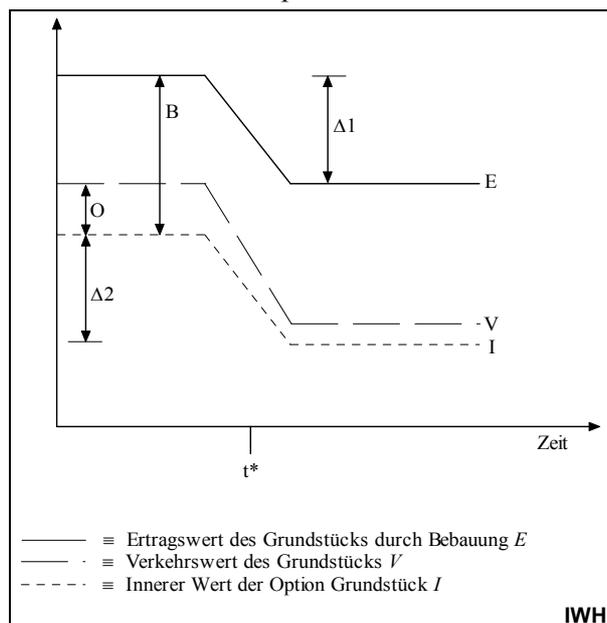
³⁸ Vgl. SOTELO, R.: Ökonomische Grundlagen der Woh- nungspolitik, in: K. W. Schulte (Hrsg.), Schriften zur Immo- bilienökonomie. Rudolph Müller: Köln 2001. S. 129 f.

³⁹ Realoptionen werden nicht nur in der Immobilienökonomie diskutiert. Der Ansatz wird auch für strategische Entschei- dungen und zur Bewertung von Investitionen in vielen In- dustriezweigen angewendet. Vgl. SCHWARTZ, E. S.; TRIGEORGIS, L.: Real Options and Investment under Un- certainty: Classical Readings and Recent Contributions. MIT Press: Cambridge MA.

⁴⁰ BLACK, F.; SCHOLES, M.: The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy 81. Chicago 1973, pp. 637-654.

bis die Option, hier die Bebauung und Vermietung, durchgeführt wird. Mit der Bebauung wird das Aufgeld jedoch vernichtet, was sich bei der Bewertung bebauter Grundstücke üblicherweise in Abschlägen auf den reinen Bodenpreis zeigt. Die Möglichkeit, mit der Bebauung abzuwarten, ist dann vermögensmaximierend, wenn später eine höhere Nachfrage wahrscheinlich ist, die mit der aktuell möglichen Bebauung dann nicht bedient werden kann.⁴¹

Abbildung 1:
Wertverhältnisse der Option Grundstück



Quelle: Darstellung in Anlehnung an Sotelo 2006.

Mit diesem Ansatz wird beispielsweise das Phänomen von langfristigen Spekulationsbrachen erklärt. Quigg misst in einer empirischen Studie den Wert dieser Warteoption.⁴² Die Bebauung wird erst dann durchgeführt, wenn erwartet wird, dass der innere Wert der Option in der Zukunft so stark sinkt, dass dies den Verlust, der aus der Vernichtung des Aufgelds bei der Bebauung entsteht, übersteigt.⁴³ Abbildung 1 illustriert eine solche Verschiebung der Wertverhältnisse eines Grundstücks. Um den Zeitpunkt t^* findet z. B. durch einen Nachfragerückgang oder die Streichung einer Subven-

tion ein Ertragswertverlust statt. Ist diese Wertveränderung im Vorfeld bekannt, wird die Bebauung bzw. die Sanierung realisiert, wenn $\Delta 2 > O$. Der innere Wert ist, wenn konstante Baukosten unterstellt werden, proportional vom Ertragswert der bestmöglichen Nutzung abhängig. Also gilt $\Delta 2 = \Delta 1$.

Bebaute Grundstücke werden in der Wertermittlung zwar mit einem Abschlag belegt, sind aber nicht wertlos. Das ist auf das oben erwähnte Bündel von Rechten bzw. Flexibilitätsoptionen, die mit dem Grundstück verbunden sind, zurückzuführen. Da Grund und Boden unzerstörbar sind, ist immer eine erneute veränderte Verwendung möglich. Die Optionen der Neubebauung bzw. der Sanierung können sich also mit der Abschreibung des aufstehenden Gebäudes wieder regenerieren.

Die Optionen der privaten Kleineigentümer

Die Realloptionen, die sich einem Investor bieten, und auch ihr Wert sind jeweils von den wirtschaftlichen und institutionellen (z. B. rechtlichen) Rahmenbedingungen abhängig. In der aktuellen Situation, in der sich die privaten Hauseigentümer befinden, ist die Erstbebauung in der Vergangenheit stets ausgeübt worden. Der Einbruch der Nachfrage durch demographische Entwicklungen, unterlassene Instandhaltung oder nicht marktgerechte Sanierung haben zu den hohen Leerständen im innerstädtischen Altbaubestand geführt. Wegen des schlechten Zustands oder der ungünstigen Lage haben die Eigentümer dieser Bestände anderen Vermietern gegenüber Nachteile im Wettbewerb um neue Mieter. Die Kostensituation kann so ungünstig sein, dass die aktuell erzielbare Miete keinen Deckungsbeitrag mehr liefert.

Da der Bau oder die letzte Renovierung lange zurückliegen, wird in den weiteren Überlegungen davon ausgegangen, dass für den fraglichen Bestand eher Betriebs- und Verwaltungskosten und weniger laufende Kapitalbelastungen relevant sind. Selbst wenn bereits Investitionen getätigt worden sind, sollten diese als versunkene Kosten aufgefasst und daher nicht berücksichtigt werden.⁴⁴ Dies bedeutet, dass sich der Optionswert des Grundstücks mit der Abschreibung des Gebäudes grundsätzlich wieder regeneriert hat.

Abbildung 2 zeigt die vereinfachte Entscheidungssituation, in der sich ein privater Eigentümer eines Mietshauses mit Modernisierungsrückstand,

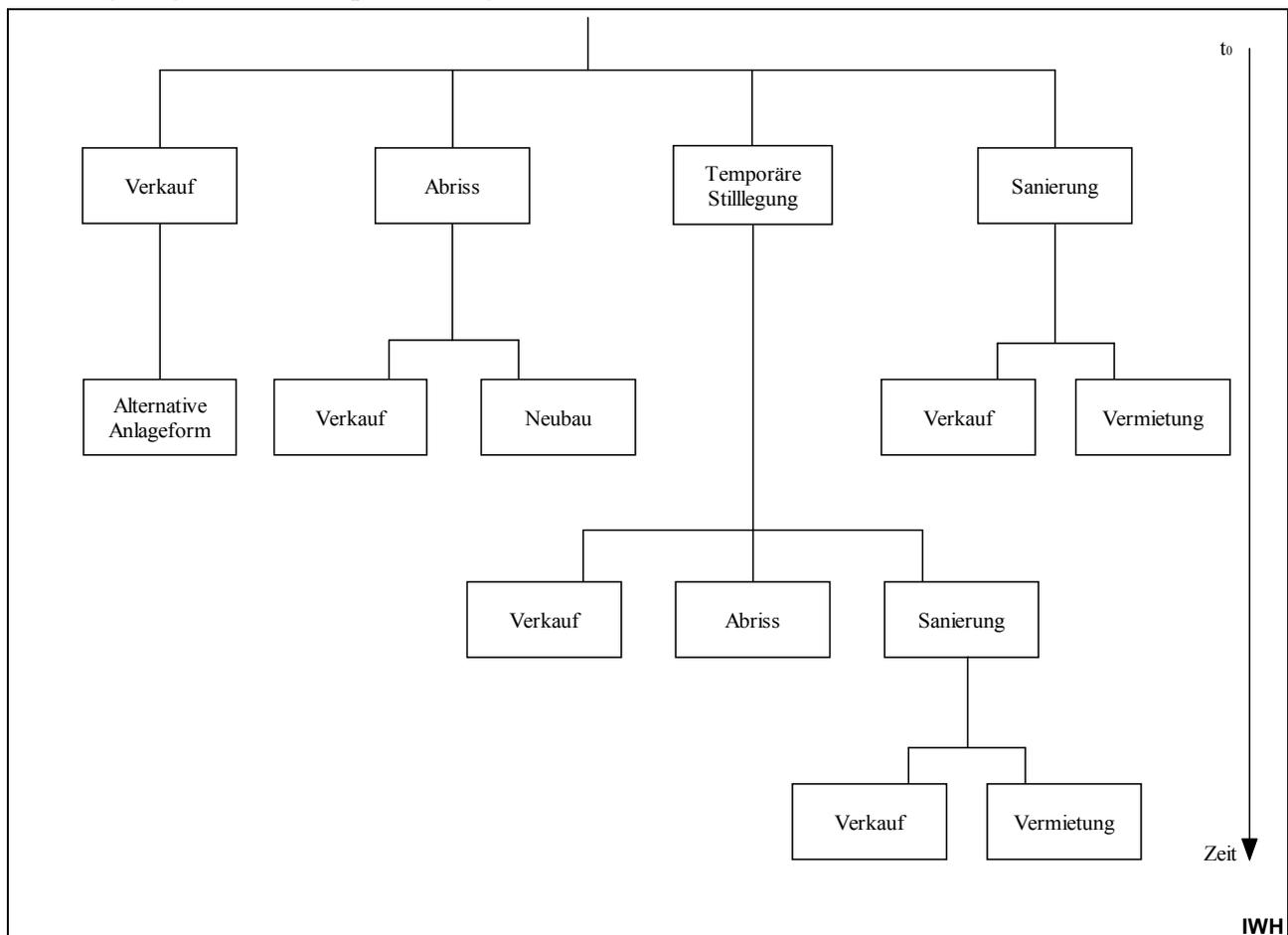
⁴¹ TITMAN, S.: Urban Land Prices under Uncertainty, in: The American Economic Review, Vol. 75, Nr. 3, Nashville, Tenn., 1985, pp. 505-514.

⁴² QUIGG, L.: Empirical Testing of Real Option-pricing Models, in: The Journal of Finance, Vol. XLVII, No. 2, 1993, pp. 621-640.

⁴³ SOTELO, R.: Ökonomische Grundlagen der Wohnungspolitik. Rudolf Müller: Köln 2001, S. 146 f.

⁴⁴ Vgl. MAENNIG, W.: Mietpreissenkungen lösen das Leerstandsproblem nicht, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 225/4. Stuttgart 2005, S. 482-489.

Abbildung 2:
Handlungsmöglichkeiten der privaten Eigentümer^a



^a Der Entscheidungsbaum ist natürlich nicht abschließend, sondern lässt sich fortsetzen und erweitern. Er gilt für private Eigentümer. Für Wohnungsbau-Gesellschaften mit anderen Rahmenbedingungen müssten weitere spezielle Optionen in den Baum eingezeichnet werden.

Quelle: Darstellung des IWH.

niedriger Ausstattungsqualität oder ungünstigen Wohnungszuschnitten befindet. Die Möglichkeiten Renovierung, Stilllegung und Abriss laufen auf die Weiterführung der Immobilie hinaus, und mit dem Verkauf wird desinvestiert.

Der Eigentümer steht vor der Aufgabe, den zukünftig zu erwartenden Rückfluss unter Berücksichtigung der gegebenen Optionen zu maximieren. Abbildung 2 verdeutlicht, dass der Eigentümer berücksichtigen muss, wie seine aktuellen Entscheidungen Handlungsspielräume in der Zukunft beeinflussen.

Die Option der Gebäudesanierung

Eine Handlungsmöglichkeit des Eigentümers ist die Sanierung des Gebäudes, um im Wettbewerb zu bestehen und eine höhere Miete zu erzielen. Diese Erweiterungsoption entspricht einer Option auf den kapitalisierten Ertragswert (E) des sanier-

ten Gebäudes. Die Kosten der Sanierung sind der Basispreis (B) für die Erzielung dieser Erträge.

Die aktuelle Marktlage in ostdeutschen Städten mit durchschnittlichen Nettokaltmieten⁴⁵ zwischen 3,5 und 5 Euro lässt die Refinanzierung der Sanierungskosten, die oft deutlich über 1 000 Euro pro Quadratmeter Wohnfläche liegen, meist nicht zu.

Selbst wenn die Sanierungsoption *im Geld*, also der innere Wert ($E - B$) dieser Option positiv sein sollte, wird sie nicht zwangsläufig ausgeübt. Diese aus stadtentwicklungspolitischen Sicht wünschenswerte Handlungsalternative erfordert als weitere Bedingung für die Sanierung eine Kompensation für den Verlust des äußeren Werts.

⁴⁵ Die Nettokaltmiete ist der Preis für die reine Überlassung des Wohnraums, ohne Betriebs- und Nebenkosten. Mit der Nettokaltmiete müssen Abschreibungen und Reinvestitionen für das Gebäude erwirtschaftet werden.

Die Option der temporären Stilllegung und Wiedereröffnung

Unter der oben getroffenen Annahme nicht gedeckter Grenzkosten führt eine weitere Vermarktung des Gebäudes zu Vermögensverlusten. Da die gesamtstädtischen Ziele des „Stadtumbau Ost“ mit Aufwertungsmaßnahmen und von der Altschuldenregelung getriebenen Abrissen darauf gerichtet sind, den Immobilienmarkt insgesamt attraktiver zu machen, besteht jedoch eine Chance, dass in zukünftigen Perioden wieder rentable Mieteinnahmen möglich sind. In dieser Situation ermöglicht die Option der temporären Stilllegung dem Eigentümer, die Produktion einzufrieren und die Produktionsmittel zu minimalen Betriebskosten zu erhalten. Wenn die Preise für das Produkt wieder steigen, wird die Produktion wieder aufgenommen. Diese bei Minen in der Rohstoffproduktion übliche Strategie ist auch bei vielen ostdeutschen Wohngebäuden in Form so genannter Sicherungsmaßnahmen zu beobachten. Dazu werden u. a. Türen und Fenster zugemauert und die Versorgungsleitungen gekappt. Die Kosten einer derartigen Konservierung können je nach Gebäudezustand stark voneinander abweichen.⁴⁶ Mittlerweile ist dieser Aufwand im Rahmen des Programms „Stadtumbau Ost“ förderfähig.

Um den Vermögenseffekt dieser Option zu zeigen, wird folgendes vereinfachende Beispiel als Ausgangssituation definiert:

Die gesamten Betriebskosten eines beispielhaften Wohnhauses betragen 5,5 Euro/qm, die ortsübliche Warmmiete betrage 7 Euro/qm. Da sich der durchschnittliche Leerstand von ca. 20% üblicherweise in bestimmten, besonders desolaten Häusern konzentriert, wird ein Leerstandsrisiko von 50% angenommen. Versucht der Eigentümer nun, das Haus in diesem Marktumfeld zu vermieten, erzielt er kontinuierliche Verluste in Höhe von 2 Euro/qm. Daraus ergeben sich negative erwartete jährliche Rückflüsse:

$$\frac{1}{2} (7-5,5) + \frac{1}{2} (0 - 5,5) = -2.$$

Da die Beibehaltung der Vermietung langfristig Verluste erwarten lässt, müsste sich der Eigentümer von dem Gebäude trennen, wenn die Option der

temporären Stilllegung nicht besteht. Sie ermöglicht die Senkung der Betriebskosten bei vollständiger Entmietung auf angenommen 25% des Niveaus bei Vermietung. In der Zeit der Stilllegung entstehen keine Mieteinnahmen, bis das Gebäude wieder voll vermietet wird. Die positive Annuität, die sich in dieser Situation ergibt, beträgt:

$$\frac{1}{2} (7-5,5) + \frac{1}{2} (0-1,375) = 0,0625.$$

Unter den angenommenen Voraussetzungen ist die Wahrnehmung dieser Option eine konsequente Handlungsweise, da die Kapitalisierung der positiven Annuität es ermöglicht, das Gebäude im Bestand weiterhin zu erhalten. Dies kann gerade deshalb von Nutzen sein, weil das Halten des Grundstücks bedeutet, dass die in Abbildung 2 skizzierten Optionen der Sanierung, des Verkaufs und des Rückbaus erhalten bleiben.

Es ist an dieser Stelle anzumerken, dass einige Rahmenbedingungen wie die niedrige Grundsteuer in Deutschland die Option der temporären Stilllegung begünstigen. Die ostdeutschen Städte haben anders als beispielsweise Städte in den USA⁴⁷ auch keine wirksamen Mittel, um den Eigentümern negative externe Effekte auf das Quartier, die etwa durch die Verwahrlosung der Häuser entstehen, anzulasten.

Die Rückbauoption

Ein Großteil der Abrisse wird bei den kommunalen und genossenschaftlichen Wohnungsunternehmen über das Instrument der Altschuldenhilfe ermöglicht. Im Kalkül dieser Unternehmen kompensiert der finanzielle Vorteil, den der mit dem Abriss verbundene Schuldenerlass für die Kapitalbelastung des Gesamtunternehmens darstellt, den Verlust des Gebäudes. Wie lässt sich aber der Rückbau von Gebäuden privater Kleineigentümer erklären? Es ist davon auszugehen, dass Eigentümer nur dann abreißen, wenn dadurch ihr Vermögen gesteigert werden kann. Dieser Vermögensgewinn setzt sich aus der Einsparung nicht gedeckter Betriebskosten bzw. dem Wert der Option der Wiederbebauung zusammen. Die Abrisskosten und Opportunitätskosten in Höhe des aktuellen Ertrags-

⁴⁶ In Fallstudien mit typischen Gebäuden wurden Werte von 20 bis 283 Euro/qm Wohnfläche ermittelt: JACOBS, T.; TÖPPER, J.: Entwicklung technischer und wirtschaftlicher Konzepte zur Konservierung von leerstehenden Altbauten – Langfassung, Analyse und Konzepte. Hamburg 2005, S. 21 ff.

⁴⁷ In den USA können die Städte z. B. Strafen erheben oder die Eigentümer zu Verschönerungsinvestitionen zwingen. Vgl. ACCORDINO, J.; JOHNSON, G. T.: Addressing the Vacant and Abandoned Property Problem. Journal of Urban Affairs 22 (3), 2000, pp. 301-315.

werts der Immobilie stellen den Ausführungspreis der Option dar.

Es sind also zwei Grenzsituationen denkbar, in denen die Abrissoption *im Geld* ist.

1. Eine potenzielle Neubebauung ist so werthaltig, dass sie die Abrisskosten und den Ertragswert des aktuellen Gebäudes übersteigt.
2. Der Ertragswert ist wegen der Kosten des Leerstands negativ, sodass sich die Abrisskosten lohnen.

Fall 2 ist unwahrscheinlich, da die laufenden Kosten bei einer Stilllegung sehr gering sind und externe Kosten leerstehender Gebäude dem Eigentümer nicht angelastet werden. Die Option der temporären Stilllegung ist dem Fall 2 überlegen.

Fall 1 zeigt die wertmäßige Bedeutung der Optionseigenschaft des Grundstücks. Mit dem Abriss wird das Grundstück wieder in die unbebaute Ausgangsposition gebracht. Wie oben beschrieben wird ein unbebautes Grundstück als Option für eine Neubebauung interpretiert. Diese Option ist *im Geld*, wenn die mögliche Neubebauung so gewinnbringend ist, dass ihr Ertrag die Baukosten übersteigt. Diese Überlegungen zeigen, dass der Abriss eines Gebäudes nicht als Desinvestition zu begreifen ist, sondern eher als Teil einer Neuinvestition. Im ersten Fall ist die Entscheidung zum Rückbau mit der wiedergewonnenen Flexibilität und den damit einhergehenden Ertragspotenzialen einer Nachnutzung verbunden. Mit anderen Worten ist der Abriss nur *im Geld*, wenn ein Neubau vorstellbar oder in absehbarer Zeit geplant ist. Da für die Gewährung von Rückbaumitteln vom Eigentümer in der Regel ein langjähriger Bauverzicht gefordert wird, ist einleuchtend, dass die Rückbauoption kaum genutzt wird. Stadtentwicklungskonzepte, die dauerhaft ertragslose öffentliche Grünflächen als Nachnutzung vorsehen, werden vom Markt nicht umgesetzt.

Der Verkauf des Grundstücks

Diese klassische Form der Desinvestition erbringt den Verkehrswert des Grundstücks, der anderweitig risikolos zum Beispiel auf dem Geldmarkt angelegt und entsprechend kapitalisiert werden kann. Bei der Ermittlung des Kaufpreises muss auch berücksichtigt werden, dass das Grundstück im Gegensatz zu risikolosen Geldanlagen vor Inflation geschützt ist. Mit dem Verkauf wird das Aufgeld, das sich aus den beschriebenen dem Grundstück

innewohnenden Handlungsoptionen ergibt, realisiert.

Die Verkaufsoption befindet sich *im Geld*, wenn der Ausführungspreis, hier der erzielbare Verkaufspreis, den eigenen Ertragswert des Grundstücks für den Eigentümer übersteigt. In der Regel ist dies der Fall, wenn ein besonders optimistischer Investor vorhanden ist, der diesen Preis bietet. Diese Situation kann sich z. B. bei boomender Immobilienkonjunktur oder asymmetrischer Informationsverteilung ergeben.

Im Normalfall müsste der Eigentümer indifferent zwischen dem Verkauf und der optimalen Weiterführung seiner Immobilie sein, zumal beim Verkauf Transaktionskosten anfallen.

Strategieauswahl

Die Entscheidung des Eigentümers für eine der gezeigten Alternativen ist natürlich von vielen individuellen Faktoren abhängig.⁴⁸ Davon unabhängig wird in Abbildung 2 deutlich, dass eine zum Zeitpunkt t_0 getroffene Entscheidung die zukünftigen Investitionsmöglichkeiten determiniert.

Es wurde gezeigt, dass Realoptionen nur ausgeführt werden, wenn sie *im Geld* sind, also einen positiven inneren Wert aufweisen – wenn überhaupt, denn der Wert des Grundstücks enthält neben dem inneren Wert zusätzlich den äußeren Wert, der sich aus der Unsicherheit bzw. der Erwartung über zukünftig höheren Gewinn zusammensetzt. Der äußere Wert ist Teil des Vermögens und geht weitgehend verloren, wenn z. B. eine Renovierung durchgeführt und die Nutzung für viele Jahre determiniert wird.

Dies bedeutet, dass die Option der temporären Stilllegung als dominante Strategie angesehen werden kann, denn sie erhält den äußeren Wert der verbleibenden Optionen. Aus einer langfristigen Perspektive ist es also besser, unter unsicheren Bedingungen mehr Flexibilitätspotenziale, d. h. einen größeren optionalen Aktions- und Reaktionsvorrat, zu Lasten von direkten, aber sicheren Einnahmen

⁴⁸ Die Heterogenität der Privateigentümer wird beschrieben bei: VESER, J. et al., a. a. O., S. 27 f. In anderen Studien zum Thema finden sich Typisierungen von Eigentümern, denen spezielle Strategien zugeordnet werden können. HACKENBROCH, K.: Stadumbau mit privaten Kleingewerbetreibenden in Ostdeutschland. Institut für Raumplanung: Dortmund 2007. – SOMMER, H.: Der Wohnungsmarkt schrumpfender ostdeutscher Mittelstädte. Hamburg 2007, S. 188 f.

etwa durch einen Verkauf zu wählen.⁴⁹ Tatsächlich wählen viele Privateigentümer die Strategie der temporären Stilllegung. Dies gilt sowohl für unbewohnbare unsanierte Häuser, bei denen die Herstellung der Vermietbarkeit sehr hohe periodische Belastungen nach sich ziehen würde, als auch für diejenigen, die mit oder ohne Förderung durch Stadtumbaumittel baulich konserviert worden sind, aber auch für Lösungen mit Zwischennutzern. Hier wird zwar keine Miete erzielt, die Betriebskosten werden jedoch vom Zwischennutzer getragen.

Wie wirken die Subventionen?

Die beschriebenen Handlungsoptionen stehen den Eigentümern grundsätzlich auch ohne die Subventionen des Stadtumbaues zur Verfügung. Es stellt sich unter Berücksichtigung der Subvention die Frage, inwieweit die Handlungsalternativen beeinflusst werden und welche Wechselwirkungen bestehen.

Die Zuschüsse zu Gebäudesicherungsmaßnahmen senken die einmaligen Kosten, die mit der Stilllegung des Gebäudes verbunden sind. Sie stärken die Attraktivität dieser Option gegenüber dem Abriss mit anschließender Neubebauung und der Sanierung. Dies könnte einerseits als Subventionierung spekulativen Verhaltens kritisiert werden, ist im konkreten Fall aber auch ein Beispiel dafür, wie eine Subvention die nächste erforderlich macht. Denn die Unterstützung bei Sicherungsmaßnahmen wurde erst im Jahre 2005 eingeführt, als deutlich wurde, dass verstärkt innerstädtische Altbaubestände in den Fokus der durch Altschuldenhilfe getriebenen Abrissplanungen rückten.

Gerechtfertigt ist diese Subvention in Ausnahmefällen, wenn es sich bei den Gebäuden um historisch besonders wertvolle Denkmale handelt, die nicht abgerissen werden sollen, aber aus finanziellen Gründen noch nicht saniert werden können.

Die Inanspruchnahme der Abrissprämien ist für den Eigentümer nur dann sinnvoll, wenn die Möglichkeit einer ertragreichen Nachnutzung in Aussicht steht. Da die Förderrichtlinien eine Neubebauung in der Regel nicht zulassen, wäre es möglich, dass die entstehenden Freiflächen als Garten oder Stellplatz in eine attraktive Neuentwicklung oder Sanierung auf angrenzenden Grundstücken integriert werden. Nun ist es so, dass bei der Neuentwicklung bebauter Grundstücke die Abrisskosten mit oder ohne Rückbausubvention in der Kal-

kulation eines Immobilieninvestors berücksichtigt werden. Müsste der Investor das Grundstück zur Entwicklung einer ertragreichen Nachnutzung kaufen, würde er den Kaufpreis um die Abrisskosten reduzieren. Mit anderen Worten erhöht die Förderung des Gebäudeabrisses den Bodenwert des Grundstücks um die Abrisskosten. Grundsätzlich sollte der Eigentümer in diesem Fall indifferent zwischen Verkauf und Abriss sein.⁵⁰

Die Subventionierung von Rückbau- und Gebäudesicherungsmaßnahmen führt zu Kostensenkungen. Damit findet eine Erhöhung des inneren Werts des Grundstücks statt. Über den Kaufpreis fließt der Ertrag dieser Subvention dem aktuellen Eigentümer und möglicherweise nicht einem potenziellen Investor zu.

Anders wirken Aufwertungssubventionen, die nicht direkt an die Eigentümer gezahlt werden. Diese Mittel fließen meist in öffentliche Einrichtungen, Wohnumfeldmaßnahmen und Grünanlagen.⁵¹ Die ertragssteigernden Wirkungen dieser Maßnahmen sind für den Eigentümer in der Regel nicht berechenbar und unsicher. Ihr Erfolg zeigt sich, wenn überhaupt, möglicherweise erst in der Zukunft. Ankündigung und Durchführung dieser Maßnahmen steigert also vor allem den äußeren Wert der davon betroffenen Grundstücke.

Eine latente, aber unsichere Wertsteigerung erfahren die Eigentümer auch durch die Wohnungsangebotsverknappung infolge der über die Altschuldenhilferegelung zusätzlich geförderten Abrisse bei kommunalen Wohnungsgesellschaften und Genossenschaften.

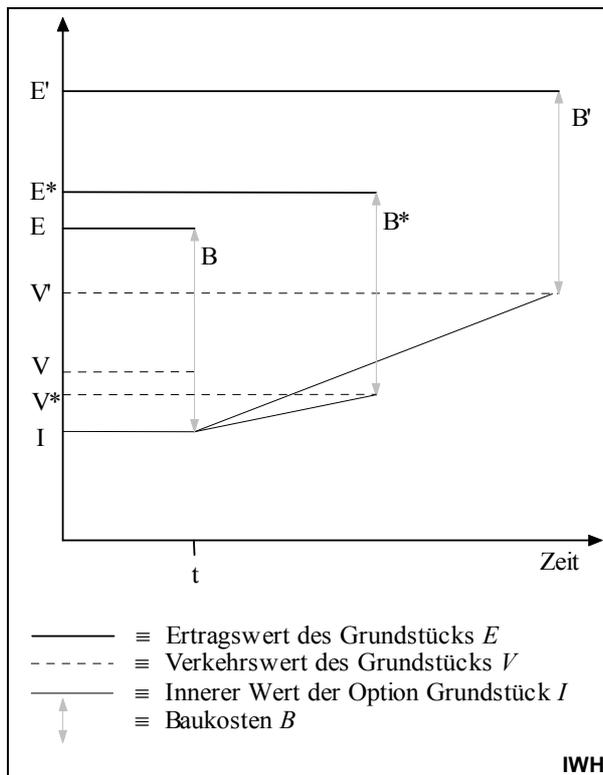
Die Entwicklung der Wertphantasie, die durch die Maßnahmen des Stadtumbaues angeregt wird, zeigt Abbildung 3. Die aktuelle Marktsituation vor einer Stadtumbaumaßnahme ermöglicht dem Eigentümer bei einer Investition in Höhe der Baukosten B einen relativ niedrigen Ertragswert von E . Unabhängig davon, ob die Investition zu diesem Zeitpunkt rentabel wäre, ist die Differenz zwischen dem aktuellen Verkehrswert V und dem inneren Wert des Grundstücks I der äußere Wert, der bei einer Sanierungsinvestition verlorenggeht.

⁴⁹ NIPPA, M.; PETZOLD, K.: Ökonomische Erklärungs- und Gestaltungsbeiträge des Realoptionen-Ansatzes. Freiburg 2000, S. 39.

⁵⁰ Bei zusätzlichen Anreizen zum Abriss wie der Altschuldenentlastung könnte ein Verkauf den Verlust dieser Subvention bedeuten. Es ist daher unwahrscheinlich, dass ein Verkauf dieser Immobilien stattfindet.

⁵¹ Vgl. LIEBMANN, H. et al., 2007, S. 26.

Abbildung 1:
Wertentwicklung der Option Grundstück durch Stadtumbaumaßnahmen



Quelle: Darstellung des IWH.

Zum Zeitpunkt t setzen Stadtumbaumaßnahmen ein, die Erwartungen der Eigentümer wecken, dass ihre Grundstücke und Immobilien eines Tages so ertragreich sein könnten, wie sie möglicherweise vor dem Niedergang ihres Quartiers einmal waren.⁵² Diese optimistische Ertragssituation ist durch E' gekennzeichnet. Durch die Ankündigung des Umbauprozesses und die ersten Maßnahmen, insbesondere durch Aufwertungen des Umfelds und Abrisse bei anderen Wohnungsanbietern, ändert sich substantiell zunächst nichts am inneren Wert des Grundstücks. Allerdings erzeugt die Hoffnung auf zukünftig höhere Erträge die Steigerung des äußeren Werts und damit einen deutlich höheren Verkehrswert V' . Unter diesen Umständen vernichtet eine zu frühe Investition einen noch größeren äußeren Wert in Höhe von $V'-I$. Daher wird die Entscheidung für die Option der temporären Stilllegung noch wahrscheinlicher, was zu einer speku-

⁵² Dieses Verhalten wird in der Prospect Theory nach *Kahneman, Tversky* (1979) auch als Dispositionseffekt beschrieben. Da aktuelle Verluste belastender sind als spätere, wird der Verlust in der Hoffnung auf wieder ansteigenden Gewinn nicht realisiert.

lationsbedingten Selbstblockade der baulichen Erneuerung führt.

Politische Schlussfolgerungen

Dieser Zusammenhang, der die Investitionstätigkeit in den Beständen der Privateigentümer lähmt, ist von der Politik bei der Ausgestaltung und Umsetzung des Programms „Stadtumbau Ost“ bislang nicht ausreichend berücksichtigt worden. Um diesen Mechanismus zu durchbrechen, ist eine Begrenzung der Wertphantasie erforderlich. Ein Schlüssel zur Verringerung des äußeren Werts bei gleichzeitiger Steigerung des inneren Werts könnte eine Strategie sein, die die maximal mögliche Auslastung der Grundstücke, die sich historisch in Form der hochgeschossigen Mietshausbebauung ergeben hat, reduziert. Durch geeignete Konzeptionen und Regulierungen könnte es gelingen, die Erwartungen der Eigentümer auf zukünftigen Ertrag auf das Niveau E^* zu begrenzen. Bei wieder gleichen Baukosten ergibt sich ein Rückgang des äußeren Werts auf V^*-I im Vergleich zu den beiden anderen Situationen.

Dies könnte durch Umwidmung und innovativen Umbau gründerzeitlicher Bestände in Einfamilienhausstrukturen, durchgrünte Apartmentanlagen, Altenwohnheime oder angepasste Gewerbe- und Einzelhandelsflächen geschehen. Testplanungen und die Neuaufstellung von Bebauungsplänen werden das Interesse der Grund- und Hauseigentümer und der Investoren für den Stadtumbau wecken. Dies birgt natürlich Konfliktpotenzial, aber die Ideen und Anregungen der Eigentümer bleiben ohne diesen Diskussionsprozess möglicherweise verborgen.

Planungsrechtliche Vorgaben müssten auch durch Bodenordnungsmaßnahmen ergänzt werden, um die Grundstücke für neue Nutzungen passend zu gestalten, die bislang aufgrund der Bodenpreise eher am Stadtrand angesiedelt wurden. Die neuen Nutzungen würden von der innenstädtischen Lagegunst profitieren, was sich weiterhin in höheren Preisen im Vergleich zum Stadtrand ausdrücken wird. Dennoch müssten die Bodenpreise in der Innenstadt weiter sinken, um die Rentabilität von Immobilienprojekten mit baulich geringerer Dichte zu ermöglichen. Um dies zu unterstützen, könnten die Städte realistische, der nachgefragten Nutzung entsprechende Bodenwerte ermitteln lassen und die aufgrund der historischen Betrachtung oft zu hoch taxierten Bodenrichtwertkarten der Gutachterausschüsse gegebenenfalls korrigieren. Zu diskutieren ist daher die Frage, ob potenzielle Entschädigungsansprüche infolge einer geringeren bau-

lichen Dichte in neuen Bebauungsplänen tatsächlich gerechtfertigt sein können. Durch neue Grundstückszuschnitte und Bebauungspläne werden überhaupt erst attraktive und nachfragegerechte Änderungen der Bebauung möglich.

Derzeit scheitern derartige Konzeptionen aber bereits daran, dass auf Grundstücken, die mit Hilfe der Rückbausubvention geräumt wurden, keine neue Wohnbebauung errichtet werden soll. Diese Regelung sollte in den zentralen und zentrennahen Quartieren beziehungsweise überall dort, wo mit dispersen Rückbaumustern zu rechnen ist, aufgehoben werden. Die Rückbausubvention könnte in eine Investitionszulage für Projekte, die den Abriss bestehender Gebäude erfordern, umgewandelt werden. Dann würden stärker Investoren und weniger die aktuellen Eigentümer gefördert, die derzeit in der abwartenden Position ausharren können, aber auf diese Weise keinen Beitrag zum Stadtumbau leisten. Diese Umorientierung könnte bewirken, dass Städte mit neuen Angeboten nachhaltig und nachfragegerecht umgebaut werden.

Fazit

Mit der optionstheoretischen Sichtweise wird das geringe Interesse privater Eigentümer am Stadtumbau verständlich. Denn sie verhalten sich im Rahmen ihrer Handlungsmöglichkeiten rational, wenn sie eine abwartende Haltung einnehmen. Die Subventionen des Stadtumbaus sind nicht in der Lage, die Rahmenbedingungen, die der ostdeutsche Wohnungsmarkt derzeit bietet, so zu verändern, dass Umbaumaßnahmen auch von den privaten Eigentümern mit getragen und initiiert werden. Damit ist das derzeitige Fördersystem eher darauf ausgerichtet, punktuell zu reduzieren und die verbleibenden Strukturen weitgehend zu erhalten.

Dabei fehlt für die umfangreiche Sanierung vieler leerstehender Gebäude in ihrer jetzigen Baustruktur die Nachfrage und damit die Rentabilität für die Investoren. Stadtumbaukonzeptionen, die mit der Belebung innerstädtischer Quartiere eine effiziente Stadtstruktur anstreben, sollten daher die Projektierung nachfragegerechter Nutzungen für die derzeit leerstehenden und langfristig stillgelegten Grundstücke anstreben. Damit diese Konzepte auch umgesetzt werden, müssen sie zwei Bedingungen erfüllen. Erstens müssen sie so ertragreich ein, dass der innere Wert dieser Grundstücke positiv ist, und zum zweiten müssen sie die Wertphantasien, die im äußeren Wert der Grundstücke enthalten sind, kompensieren oder begrenzen.

Die Vorbereitung dieser Konzepte ist zweifelsohne ein langwieriger und konfliktreicher Prozess – dies umso mehr, da die Interessen vielfältig und die wirtschaftliche Handlungsfähigkeit vieler Eigentümer eingeschränkt ist. Um den Stadtumbau erfolgreich weiterzuführen, müssen sich die Städte in Zukunft dieser Aufgabe zuwenden, die wesentlich schwieriger ist als die Umsetzung einfacher Aufwertungsmaßnahmen im Wohnumfeld und die Festlegung von Rückbauprioritäten in Plattenbaugebieten mit altschuldenerberechtigten Eigentümern.

Dominik Weiß
(Dominik.Weiss@iwh-halle.de)