

RENDITE MIT DER MIETE

Wie die Finanzmärkte die Wohnungskrise
in Deutschland befeuern



NOVEMBER 2023

FINANZWENDE

Recherche

Finanzwende Recherche
Motzstraße 32 | 10777 Berlin
info@finanzwende-recherche.de

RENDITE MIT DER MIETE

Wie die Finanzmärkte die Wohnungskrise in Deutschland befeuern

Jorim Gerrard ist Ökonom mit den Schwerpunkten monetäre Makroökonomie und Finanzwirtschaft. Bei Finanzwende arbeitet er als Referent zu den Themen Immobilien, Finanzmarktstabilität und Finanzialisierung.

jorim.gerrard@finanzwende-recherche.de

Uwe Zöllner unterstützt Finanzwende seit Jahren ehrenamtlich. Er war lange Zeit im Fondsmanagement tätig mit Schwerpunkt auf globale und europäische Aktien. Bei Finanzwende beschäftigt er sich insbesondere mit der Frage, wie die Finanzbranche mit ihren Entscheidungen Einfluss auf realwirtschaftliche Prozesse nimmt.

Michael Peters ist Wirtschaftswissenschaftler mit den Schwerpunkten Makroökonomie und Finanzen. Er leitet den Bereich Finanzsystem und Realwirtschaft bei Finanzwende. Sein Schwerpunkt liegt auf der Frage, wie wir einen Finanzsektor schaffen können, der Wirtschaft und Gesellschaft dient.

michael.peters@finanzwende-recherche.de

Zitiervorschlag: Gerrard, Jorim; Zöllner, Uwe; Peters, Michael (2023): Rendite mit der Miete – Wie die Finanzmärkte die Wohnungskrise in Deutschland befeuern, Finanzwende Recherche, Berlin.

Danksagung: Wir danken Aurora Li, Friederike Reimer, Lia Wagner, Helena Baum, Jan Sieveking, Gerhard Schick, Tobias Hanraths, Dune Korth, Columba Krieg, Maithai Müller und dem gesamten Finanzwende-Team für ihre Unterstützung und Inspiration. Wir sind Daniel Zimmermann, Knut Unger, Susanne Heeg und Sebastian Kohl sehr dankbar für einen erkenntnisreichen Austausch.

KURZZUSAMMENFASSUNG

- Die Studie analysiert die **Geschäftspraktiken von finanzialisierten Wohnungsunternehmen** in Deutschland und deren Auswirkungen auf den Mietmarkt. Sie zeigt auch Handlungsmöglichkeiten auf, wie die verantwortlichen Politiker*innen den negativen Entwicklungen entgegenwirken können.
- **Entgegen der öffentlichen Selbstdarstellung machen** finanzialisierte Wohnungsunternehmen ihr Geld **nicht, indem sie neue Wohnungen bauen**. Der **Neubau bezahlbarer Wohnungen** war **nie** der Fokus ihrer Geschäftsmodelle. In der aktuellen Wohnungs- und Immobilienkrise zeigt sich dies noch deutlicher.
- **Die aktuelle Krise zeigt außerdem: Die Finanzialisierung hat den deutschen Wohnungsmarkt instabiler gemacht.** Die finanzialisierten Wohnungsunternehmen haben auf große Wertsteigerungen ihres jeweiligen Portfolios gesetzt, um den Unternehmenswert und somit den Shareholder Value zu steigern. Diese Strategie fällt ihnen jetzt auf die Füße. Seit Anfang 2022 sind die Kurse in Folge von Zinswende, Inflation und fallenden Immobilienpreisen rasant abgestürzt. Das bringt die Konzerne stark unter Druck, was sie zu Einsparungen, Wohnungsverkäufen und Mieterhöhungen zwingt.
- Gesellschaftlichen Zielen stehen die finanzialisierten Wohnungsunternehmen eher im Weg: Ihre Geschäftsberichte geben Aufschluss über Kostendruck und die Priorisierung von Aktionärsinteressen über Mieterinteressen – mitten in der aktuellen Wohnungs- und Immobilienkrise und immer dort, wo Wohnraum knapp ist, in den Städten Deutschlands.
- **Wie kam es soweit?** Große Teile des Wohnungsmarkts, die früher nicht vom Auf und Ab der Finanzmärkte betroffen waren, werden durch die **Finanzialisierung** zum Anlageprodukt auf den Finanzmärkten. **Zwischen 2009 und 2020 ist das jährliche Volumen der von Finanzunternehmen gekauften Mietwohnungen in Europa um mehr als 700 Prozent auf über 60 Milliarden Euro gestiegen.**
- Die erhöhten Aktivitäten professioneller Anleger*innen haben einen **signifikanten Einfluss auf die Preisentwicklung auf dem Wohnimmobilienmarkt**. In Regionen wie Berlin, in denen diese Anleger*innen aktiver sind, steigen die Immobilienpreise in der Regel schneller.
- Rund die Hälfte der Menschen in Deutschland wohnt zur Miete, eine **wachsende Anzahl in finanzialisierten Wohnungen**. Gerade in Großstädten, in denen der Wohnraummangel und die Preise schnell steigen, sind börsennotierte Unternehmen wie Vonovia und die TAG Immobilien AG immer präsenter und beeinflussen den Markt. Ihr Geschäftsmodell orientiert sich am **Shareholder Value**: Aktionärsinteressen und eine kurzfristige, hohe Rendite sind wegweisend.
- Die Analyse zeigt: Diese Ausrichtung hat **Konsequenzen für die Bewirtschaftung** der gekauften Wohnungen. Die Mieter*innen werden oft schlecht betreut und bekommen statt notwendiger Instandhaltung oft nur **teure Modernisierungen**, die auf die Miete umgelegt werden. **Insourcing** von Handwerks- und Modernisierungsmaßnahmen ermöglicht maximale

Gewinnsteigerung. Zudem sitzen sie oft in Schattenfinanzzentren wie Luxemburg, um **Steuern in Deutschland zu vermeiden**.

- Die Konsequenz dieser Geschäftspraktiken: eine besonders **hohe Abschöpfungsquote**. **Durchschnittlich 41 Prozent der Miete ging 2021 als Gewinn an die Aktionär*innen der untersuchten Unternehmen**. Der Mietmarkt in den betroffenen Regionen erfährt derweil **steigende Mieten und Wohnungsknappheit** sowie eine **Machtkonzentration** der finanzialisierten Unternehmen.
- Die negativen Auswirkungen der Finanzialisierung auf dem Wohnungsmarkt können durch **gezielte Regulierung** eingedämmt werden: Die Studie diskutiert Maßnahmen, die **extraktive Geschäftsmodelle ausbremsen, Wohnraum als Anlageklasse weniger attraktiv machen** und **mehr Transparenz und Standards schaffen** könnten.

INHALT

Kurzzusammenfassung	3
1. Einleitung	6
2. Finanzialisierung des Wohnens	9
2.1 Die Finanzialisierung des deutschen Wohnungsmarktes: Ein Rückblick	11
2.2 Der Stand heute: Fortgeschrittene Finanzialisierung in Großstädten.....	14
3. Das finanzialisierte Geschäftsmodell: Rendite mit der Miete	17
3.1 Die Taktik: Alles für die Rendite	20
3.2 Andere finanzialisierte Akteur*innen: Keine Verbesserung	30
4. Auswirkungen der Finanzialisierung: Ausbeutung und höhere Preise	33
4.1 Börsennotierte Wohnungsunternehmen stehen gesellschaftlichen Zielen im Weg	33
4.2 Erhöhte Kapitalflüsse machen Wohnraum teurer	39
5. Handlungsmöglichkeiten: Finanzialisierung zurückdrängen	43
5.1 Ausbremsen extraktiver Geschäftsmodelle.....	43
5.2 Attraktivität von Wohnraum als Anlageklasse verringern.....	47
5.3 Mehr Transparenz schaffen und Standards setzen	50
Anhang	52
I. Wohnungsbestand der untersuchten finanzialisierten Wohnungsunternehmen	52
II. Abschöpfungsquoten der untersuchten Unternehmen (2021)	53
III. Ergebnisse der GeschäftsmodellAnalyse	55
IV. Neubau	56

1. EINLEITUNG

Die Wohnungsfrage ist eine der wichtigsten sozialen Fragen unserer Zeit. Der Mangel an bezahlbarem Wohnraum ist ein wachsendes Problem, vor allem in Großstädten und zunehmend auch in mittelgroßen Städten¹, wo er zu sozialen Spannungen führt. Mehr als die Hälfte aller Deutschen lebt zur Miete. Und über sieben Millionen Haushalte sind mit ihren Wohnkosten überlastet – das ist jeder dritte Mieterhaushalt.² Mehrere Faktoren sprechen dafür, dass sich diese Situation noch verschärft.³

Für Mieter*innen in Ballungsgebieten ist dies fatal: Wenn die Mieten schneller steigen als das Lohnniveau, können Menschen gezwungen sein, täglich weite Strecken zu pendeln. Sie verwenden mehr Zeit für den Arbeitsweg oder können ihre Arbeitskraft nicht mehr in den teuren Vierteln anbieten. Der gesamtwirtschaftliche Effekt der Preisentwicklung ist schwer quantifizierbar, macht aber vielen Politiker*innen und Arbeitgeber*innen Sorgen.⁴

Expert*innen sehen als Ursache dieser problematischen Entwicklung vor allem den unzureichenden Bau neuer und erschwinglicher Wohnungen.⁵ Schon seit Jahren bleibt die Neubauaktivität in diesem Bereich hinter dem Bedarf zurück und kommt aufgrund von höheren Baupreisen und drastisch gestiegenen Materialkosten nun noch mehr ins Stocken.⁶ Die Folge: Überbelegung, unbezahlbare Mieten und steigende Wohnkosten verschärfen die Wohnungskrise noch weiter.

Wohnungspolitische Maßnahmen konnten dies bislang nicht verhindern. Bundesländer und Städte haben es mit regulativen Instrumenten wie Mietendeckeln, Umwandlungsverboten oder

¹ Statistisches Bundesamt, 2023, 'Haushalte wendeten 2022 durchschnittlich 27,8 % ihres Einkommens für die Miete auf', zuletzt zugriffen am 11.09.2023. https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2023/03/PD23_129_12_63.html&sa=D&source=docs&ust=1694426201518415&usq=AOvVaw034gio4R0ML0FJs8r7ii5K

² J. Hartmann, 29.06.2023, 'Jeder dritte Mieterhaushalt ist finanziell überlastet', Deutscher Mieterbund, zuletzt zugriffen am 21.08.2023. <https://www.mieterbund.de/presse/pressemeldung-detailansicht/article/76834-jeder-dritte-mieterhaushalt-ist-finanziell-ueberlastet.html>

³ Unter anderem der Anstieg der durchschnittlichen Wohnfläche pro Person und mehr Zuwanderung. Vgl. Umweltbundesamt, 28.11.2022, 'Wohnfläche', zuletzt zugriffen am 21.08.2023. <https://www.umweltbundesamt.de/daten/private-haushalte-konsum/wohnen/wohnflaeche#zahl-der-wohnungen-gestiegen>

⁴ Neue Osnabrücker Zeitung, 18.09.2017, 'DGB: Verdrängung von Arbeitnehmern aus den Städten beenden', zuletzt zugriffen am 15.08.2023. <https://www.noz.de/deutschland-welt/politik/artikel/wohnen-darf-kein-luxus-sein-dgb-verdraengung-von-arbeitnehmern-aus-den-staedten-beenden-23204551>

⁵ M. Günther, 2019, 'Kurzstudie Leitfaden für soziales und bezahlbares Wohnen in Deutschland', Pestel Institut, zuletzt zugriffen am 31.03.2023. <https://www.dgfm.de/fileadmin/01-DGFM/downloads/studien-wohnungsbau/Leitfaden-Wohnungspolitik-2019-08-18.pdf>

⁶ R. Braun und J. Grade, 2023, 'Wohnungsmarktprognose 2023', empirica-Paper Nr. 271, zuletzt zugriffen am 21.08.2023. https://www.empirica-institut.de/fileadmin/Redaktion/Publikationen_Referenzen/PDFs/empi271rbjaq.pdf

sogar Baugeboten versucht. Doch auch das als Lösung angepriesene Bauen kann das Problem oft nicht lösen. Denn gebaut wird häufig nicht, was gebraucht wird: bezahlbarer Wohnraum.^{7 8}

Die sogenannte „**Finanzialisierung**“ des Wohnens verschärft das Problem. Dieser Begriff bezeichnet einen Prozess, bei dem Wohnungen und Immobilien zunehmend als Finanzanlagen betrachtet werden, bei denen allein der Gewinn im Vordergrund steht. Die Erfüllung der Wohnbedürfnisse der Menschen ist zweitrangig. Entscheidungen über Investitionen in Neubau oder Verbesserung des Wohnungsbestandes unterliegen einem strengen Renditedruck.

In den meisten Volkswirtschaften gehört die Mehrheit der Wohnungen privaten Hauseigentümer*innen oder kleinen Vermieter*innen.⁹ Finanzialisierte Wohnungsunternehmen besitzen hingegen nur einen kleinen Anteil, aber ihr Anteil steigt seit Jahren stark an.¹⁰ Zu dieser Gruppe gehören börsennotierte Wohnungsunternehmen, Private-Equity-Fonds, Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds, Vermögensverwalter*innen oder Family Offices. Trotz ihres vergleichsweise geringen Anteils am Wohnungsmarkt beeinflussen sie den gesamten Markt zunehmend negativ, gerade in Regionen wie Großstädten, wo sie größere Anteile halten. Das Geld der finanzialisierten Wohnungsunternehmen kommt hauptsächlich von professionellen Großanleger*innen. Für sie sind Mietwohnungen eine wichtige Anlageklasse geworden: Im vergangenen Jahrzehnt kam es zu einem massiven Zufluss in den Markt.¹¹ **Das Gesamtvolumen der Kapitalanlagen in Wohnimmobilien in Europa ist zwischen 2009 und 2020 um etwa 700 Prozent gestiegen, von 7,9 auf 63,2 Milliarden Euro.**¹² Dieser Kapitalzufluss hat das Wohnungsangebot jedoch nicht wesentlich vergrößert, denn das Geld fließt vor allem in den Ankauf bestehender Immobilien. Stattdessen werden die Wohnungspreise erheblich in die Höhe getrieben.¹³ Auch eine Untersuchung der Europäischen Zentralbank (EZB) hat gezeigt, dass die

⁷ Insbesondere auf angespannten Mietmärkten ist das Problem der Mietsteigerung nicht primär auf fehlenden Wohnungsneubau zurückzuführen, sondern eine Folge überhöhter Grundstückspreise und gewinnorientierter Bewirtschaftung. Um Mieteffekte durch Neubauten zu erzielen (Sickereffekt), muss es ein tatsächliches Überangebot geben, das bedeutet, dass der Neubau zu einem hohen Leerstand führt. Wenn das Angebot jedoch in angespannten Wohnungsmärkten erweitert wird, wirkt sich dies hauptsächlich auf den hochpreisigen Wohnungsmarkt aus und nicht auf die Mieten im unteren Segment, das für die Bereitstellung von erschwinglichem Wohnraum wesentlich ist. Vgl. R. Busch et al., 2020, 'Umzugsmobilität und ihre Auswirkungen auf lokale Wohnungsmärkte', S. 109ff, zuletzt zugriffen am 06.09.2023. https://www.bbsr.bund.de/BBSR/DE/veroeffentlichungen/bbsr-online/2020/bbsr-online-11-2020-dl.pdf?__blob=publicationFile&v=3

⁸ Immobilien Zeitung, 28.01.2021, 'Der Sickereffekt wirkt oft nur bis maximal ins mittlere Segment', zuletzt zugriffen am 21.08.2023. <https://www.iz.de/maerkte/news/-der-sickereffekt-wirkt-oft-nur-bis-maximal-ins-mittlere-segment-159539?crefresh=1>

⁹ Trading Economics, 'Home Ownership Rate', zuletzt zugriffen am 15.08.2023. <https://tradingeconomics.com/country-list/home-ownership-rate>

¹⁰ C. Trautvetter und S. Knechtel, 2023, 'Wem gehört die Stadt? Teil 2', Rosa-Luxemburg-Stiftung, zuletzt zugriffen am 21.08.2023. https://www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/Studien/Studien_1-23_Wem_gehoert_die_Stadt_2.pdf

¹¹ D. Gabor und S. Kohl, 27.01.2023, 'My home is an asset class', The Greens/EFA in the European Parliament, zuletzt zugriffen am 21.08.2023. <http://extranet.greens-efa-service.eu/public/media/file/1/7461>

¹² Tagesspiegel, 02.06.2022, 'How international investments are upending the housing market', zuletzt zugriffen am 21.08.2023. <https://interaktiv.tagesspiegel.de/lab/berlin-the-rental-market-lab-how-international-investments-are-upending-the-housing-market/>

¹³ ebd.

Aktivitäten professioneller Großanleger*innen einen signifikanten Einfluss auf die Preisentwicklung auf dem Wohnimmobilienmarkt haben.¹⁴

In dieser Studie beleuchten wir die Akteur*innen der Finanzialisierung des deutschen Wohnungsmarktes. Insbesondere börsennotierte Wohnungsunternehmen und ihre Strategien werden in den Blick genommen und analysiert. Wie bewirtschaften sie Wohnungen? Wie erzielen sie Rendite für ihre Anleger*innen? Welche Auswirkung hat das auf Mieter*innen? Wir zeigen, inwiefern die Praktiken der Finanzialisierung im Wohnungssektor extraktiv wirken.

Extraktive Geschäftsstrategien sind durch hohe Ausschüttungen von Mieteinnahmen an Aktionär*innen gekennzeichnet. Weil sie sich an den Interessen der Shareholder*innen orientieren, investieren finanzialisierte Wohnungsunternehmen weniger und tragen weniger dazu bei, soziale (und ökologische) Ziele zu erfüllen. Die hohen Kapitalströme in Wohnimmobilien verstärken die allgemeine Preisentwicklung im Wohnungsmarkt, was wiederum die Kosten für Neubauten erhöht.

Um die Herausforderungen anzugehen, zeigt die Studie Handlungsmöglichkeiten aus zwei Perspektiven auf und findet Antwortvorschläge auf folgende Fragen:

1. Wie können Geschäftsmodelle eingedämmt werden, die auf der Ausbeutung von Mieter*innen basieren?
2. Wie können Wohnungen als Anlageklasse für aggressive Finanzanleger*innen weniger attraktiv gemacht werden, um Raum für andere Akteur*innen zu schaffen, die eine nachhaltigere Bewirtschaftung des Wohnraums betreiben?
3. Wie können mehr Transparenz über die Eigentumsverhältnisse und Standards für soziale Investments geschaffen werden?

¹⁴ E. Bandoni et al., 2023, 'Institutional investors and house price growth', ECB Financial Stability Review, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2023/html/ecb.fsrbox202305_02~6a5f8ca12b.en.html

2. FINANZIALISIERUNG DES WOHNENS

Der Begriff der Finanzialisierung steht für eine Entwicklung, bei der immer größere Teile unserer Wirtschaft und Gesellschaft der Logik von Finanzmärkten unterworfen werden.¹⁵ Dabei wenden Finanzmarktakteur*innen verschiedene Techniken an, um ihr investiertes Kapital in möglichst kurzer Zeit größtmöglich zu vermehren. Anstatt dass etwa Banken realwirtschaftliche Akteur*innen unterstützen, zum Beispiel durch Kreditvergabe, Begleitung von Börsengängen oder durch Angebote für das Sparen privater Haushalte, wird die Finanzmarktlogik zur Maßgabe für die Realwirtschaft.

Das bedeutet: Um die kurzfristigen Renditeziele zu erreichen, fordern Aktionär*innen und Finanzinvestor*innen von den Unternehmen eine Reihe von Maßnahmen. Typischerweise sind das hohe Gewinnausschüttungen, etwa durch Dividenden oder Aktienrückkäufe, Steuervermeidung über Gewinnverlagerungen ins Ausland und die Übernahme der Schulden aus dem Unternehmenskauf durch das gekaufte Unternehmen. Dadurch werden Unternehmen zum einen abhängiger von Finanzmarktentwicklungen wie schwankenden Zinssätzen oder Devisenkursen. Zum anderen resultiert daraus ein deutlich größerer Umfang von Finanztransaktionen und finanziellen Vermögenswerten beziehungsweise Schulden.

Bei börsennotierten Unternehmen wird diese Art der Unternehmensführung oft mit dem Begriff des **Shareholder Value** beschrieben – gemeint ist hier der vorrangige Fokus auf Aktionärsinteressen. Der Shareholder Value wird in der Regel anhand der Kurssteigerung der Aktien und der Höhe der Dividendenzahlungen an Aktionär*innen gemessen. Ein dauerhaft erfolgreiches Geschäftsmodell zu entwickeln, rückt vor dem kurzen Zeithorizont oftmals in den Hintergrund. Auch Kundenorientierung und Krisenfestigkeit spielen im Denkmodell der Finanzialisierung nur noch eine untergeordnete Rolle.¹⁶

Damit entfernt sich der Finanzsektor immer mehr von seiner ursprünglichen Aufgabe, (real-)wirtschaftliche Aktivitäten zu finanzieren.¹⁷ Vielmehr finanziert die Realwirtschaft einen wachsenden Finanzsektor. Zwar haben zum Beispiel Banken oder Versicherungen schon immer Gewinne erwirtschaftet, indem sie Geschäfte mit realwirtschaftlichen Unternehmen gemacht haben. Dabei konnte zum Beispiel ein Maschinenbauunternehmen seine Ziele mithilfe eines Bankkredits erreichen und stand am Ende der Vertragsbeziehung in der Regel stärker da als vorher. Beide Partner gewannen in einem solchen Szenario. Die Finanzialisierung bringt dagegen extraktive Geschäftsmodelle hervor. Realwirtschaftliche Unternehmen sind am Ende solcher Geschäftsbeziehungen schwächer kapitalisiert als vorher, während die Finanzunternehmen 15

¹⁵ G. A. Epstein, 2005, 'Financialization and the World Economy', Kapitel 1 / Einleitung, Edward Elgar Publishing.

¹⁶ ebd.

¹⁷ M. Peters und M. Senn, 2021, 'Der Finanzsektor ist zu groß', Finanzwende Recherche, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023.
https://www.finanzwende-recherche.de/wp-content/uploads/2021/12/Report_Der-Finanzsektor-ist-zu-gross.pdf

bis 20 Prozent Rendite oder den Löwenanteil der Erträge einstreichen ohne die Risiken zu übernehmen – ein Win-lose-Szenario.

Besonders problematisch ist die Finanzialisierung, wenn sie Güter der Daseinsvorsorge oder der Grundversorgung erfasst. Genau das ist im Bereich Wohnen in den letzten Jahren deutlich zu beobachten: Private finanzmarktorientierte Akteur*innen treten in den Wohnungsmarkt ein und erhöhen ihren Besitz an Wohnungen und Häusern. Zu den finanzialisierten Akteur*innen zählen in der Regel börsennotierte Wohnungsunternehmen, Private-Equity-Fonds, Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds, Vermögensverwalter*innen oder Family Offices. Mit der Gewinnsteigerung als Ziel nehmen sie in Kauf, dass die dafür durchgeführten Maßnahmen im Widerspruch zu einer langfristig orientierten Bewirtschaftung der Immobilien stehen können.

Auch die Wohnungswirtschaft war schon immer auf Kreditfinanzierung angewiesen. Während langfristige Kredite für den Bau und die Instandsetzung von Mietwohnhäusern jedoch früher eher durch das klassische Bankgeschäft bereitgestellt wurden, sind Wohnungsunternehmen heutzutage zunehmend auf volatile und kurzfristig orientierte Finanzmärkte angewiesen, um sich zu finanzieren.¹⁸ Durch die zunehmende Finanzialisierung haben sich die Verhältnisse inzwischen teilweise von einem Win-win- zu einem Win-lose-Szenario umgedreht. Die Finanzierung dient dadurch nicht mehr den Zielen der Wohnungsunternehmen. Stattdessen werden Wohnungen und insbesondere Bestandsimmobilien für den Finanzsektor primär zu Finanzanlagen, die in kurzer Zeit hohe Renditen erzielen, indem mehr Ausschüttungen vorgenommen werden, als bei einem langfristig orientierten Geschäftsmodell möglich wären. Dies kann gesamtgesellschaftlich negative Auswirkungen haben.

Die Finanzialisierung betrifft auch andere Akteur*innen, die nicht im Fokus dieses Berichtes stehen. Dazu gehören öffentliche Wohnungsbaugesellschaften, Genossenschaften, private Haushalte oder andere nicht-finanzialisierte Wohnungsunternehmen, deren Geschäftsmodelle oftmals sozial verträglicher sind. Sie sind durch strukturelle Veränderungen im Immobilienmarkt wie massiv steigende Immobilienpreise ebenfalls gefährdet.¹⁹

Darüber hinaus vollzieht sich die Finanzialisierung des Wohnens in verschiedenen Ländern sehr unterschiedlich.²⁰ Das liegt daran, dass der Wohnungsmarkt stark vom jeweiligen regionalen Kontext abhängt und Staaten (beziehungsweise Städte) den Markt für Wohnungen historisch unterschiedlich organisiert haben. Nur um einen Eindruck zu geben: In den USA war die Finanzialisierung der Hypothekenmärkte ein Auslöser der globalen Finanzkrise. Bei der

¹⁸ S. Heeg, 2009, 'Was bedeutet die Integration von Finanz- und Immobilienmärkten für Finanzmetropolen? Erfahrungen aus dem anglophonen Raum', in: S. Heeg und R. Pütz (Hrsg.), 2009, 'Wohnungs- und Büroimmobilienmärkte unter Stress: Deregulierung, Privatisierung und Ökonomisierung', Rhein-Mainische Forschungen 129 Frankfurt am Main.

¹⁹ D. Gabor und S. Kohl, 27.01.2023, 'My home is an asset class', The Greens/EFA in the European Parliament, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. <http://extranet.greens-efa-service.eu/public/media/file/1/7461>

²⁰ M. Aalbers, 2017, 'The Variegated Financialization of Housing', International Journal of Urban and Regional Research 41. <https://doi.org/10.1111/1468-2427.12522>

Verbriefung von Hypotheken werden mehrere Immobilienkredite in einem Wertpapier gebündelt, das auf den Finanzmärkten mehrfach gehandelt werden kann. Die Risiken dieser Form der Finanzialisierung wurden in der Finanzkrise 2008 besonders deutlich. In Lissabon dagegen zeigt sich die Finanzialisierung in Form von zahlreichen Angeboten auf dem Online-Portal Airbnb, die den Wohnraum verknappen. In Kopenhagen sind es vor allem Private-Equity-Firmen, die darauf abzielen, Schlupflöcher in der Regulierung auszunutzen, um ihre Rendite zu steigern.²¹

2.1 DIE FINANZIALISIERUNG DES DEUTSCHEN WOHNUNGSMARKTES: EIN RÜCKBLICK

Die negativen sozialen Auswirkungen der Finanzialisierung des Wohnraums zeigen sich weltweit.²² Diese Studie beleuchtet die bisherige Entwicklung und die aktuelle Situation in Deutschland genauer.

Die kurze Erklärung für den Mangel an bezahlbarem Wohnraum lautet: Es fehlen die richtigen Wohnungen am richtigen Ort. Doch diese Situation ist keineswegs zufällig, sondern durch historische Gegebenheiten gewachsen. In der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg war die neu eingeführte Wohngemeinnützigkeit ein Erfolg. Gemeinnützige Unternehmen stellten mehr als 3,4 Millionen neue Wohnungen bereit.²³ Die Grundidee: Wohnungsunternehmen erhalten Steuerbefreiungen und Förderungen, solange sie Gewinnausschüttungen begrenzen und Überschüsse beispielsweise in den Neubau reinvestieren.

Doch in den späten 1980er Jahren begann die Finanzialisierung auch in Deutschland: Wirksame preisdämpfende Regelungen wie die Wohngemeinnützigkeit wurden abgeschafft, der deutsche Wohnungsmarkt öffnete sich immer weiter für die Logik der hohen Rendite. In den 1990er Jahren verkauften sowohl private als auch gemeinnützige Unternehmen und staatliche Institutionen vermehrt Wohnungen. Die Argumentation für den Rückzug des Staates reichte von notwendiger Haushaltskonsolidierung über einen angeblich effizienteren privaten Sektor. So stieß die öffentliche Hand zwischen 1999 und 2011 in Deutschland insgesamt etwa 549.000 Wohnungen ab.²⁴

Die Wohnungen wurden in großen Paketen von jeweils mehreren Tausend verkauft. Deshalb kamen vor allem finanzkräftige institutionelle Investor*innen zum Zuge, in den ersten Jahren vor

²¹ C. Whitehead et al., 2023, 'Financialization in 13 Cities – An International Comparative Report', The London School of Economics and Political Science.

²² D. Fields und S. Uffer, 2014, 'The financialization of rental housing: A comparative analysis of New York City and Berlin', Urban Studies. <https://doi.org/10.1177/0042098014543704>

²³ J. Kuhnert, 2022, 'Konzept für eine Neue Wohngemeinnützigkeit', Deutscher Mieterbund, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. https://www.mieterbund.de/fileadmin/public/Studien/DMB_Gutachten_5.pdf

²⁴ T. Held, 2011, 'Verkäufe Kommunaler Wohnungsbestände Ausmaß Und Aktuelle Entwicklungen', BBSR: Informationen Zur Raumentwicklung 12 (2011), zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. https://www.bbsr.bund.de/BBSR/DE/veroeffentlichungen/izr/2011/12/Inhalt/DL_Held.pdf?__blob=publicationFile&v=3

allem Hedgefonds und Private-Equity-Fonds, also große Kapitalsammelstellen.²⁵ Sie spekulierten in erster Linie auf schnelle Wertsteigerungen, denn oft konnten sie Bestände sehr günstig erwerben. Typischerweise finanzierten die Finanzunternehmen die Geschäfte in hohem Maße mit Krediten, also einem hohen Maß an Verschuldung. Bezeichnend: Teilweise war der Anteil der Kreditfinanzierung so hoch, dass die Mieterträge nicht ausreichten, um die Zinszahlungen zu decken. Häufig blieben die Wohnungen sogar leer und der Instandhaltungsaufwand wurde eingespart. Der Profit kam letztendlich aus dem hohen Gewinn beim Weiterverkauf.²⁶

Nach Ausbruch der Finanzkrise 2008 verkauften die meisten Private-Equity- und Hedgefonds ihre Wohnungen oder brachten sie über Aktiengesellschaften an die Börse. Der Grund: Während der Krise gab es wenig Liquidität auf den Märkten, auf die das Geschäftsmodell jedoch angewiesen war. Als Kapitalfonds privater Anleger*innen waren sie außerdem nie darauf ausgerichtet, Wohnungsbestände langfristig zu verwalten.²⁷

Nach der Finanzkrise brach somit eine neue Phase der Finanzialisierung an. Die börsennotierten Wohnungsunternehmen strebten nicht nach schnellem Weiterverkauf, sondern hielten dauerhaft an den Wohnungsbeständen fest. Die starke Renditeorientierung blieb hingegen bestehen, und auch die neuen Wohnungsfirmer mussten das Interesse ihrer institutionellen Eigentümer*innen an hohen Renditen bedienen.²⁸ Statt nach der Immobilienkrise zurückzugehen, beschleunigte sich die Finanzialisierung sogar.

Das zeigen auch die Kapitalzuflüsse in den Immobilienmarkt, die zu einem regelrechten Boom geführt haben. Immer mehr institutionelle Anleger*innen sahen den Erwerb von Wohnungen oder Grundstücken als rentable Möglichkeit, ihr Geld zu vermehren. Institutionelle Anleger*innen sind große Kapitalsammelstellen, wie Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds, Stiftungen, Vermögensverwalter*innen oder Family Offices. Diese treten entweder direkt als Käufer*innen von Immobilien auf oder beteiligen sich in Form von Aktien an börsennotierten Wohnungsunternehmen. Abbildung 1 verdeutlicht die Zunahme dieser Akteur*innen im europäischen Immobilienmarkt.

²⁵ S. Kofner und K. Jochimsen, 2017, 'Börsennotierte Wohnungsunternehmen als neue Akteure auf dem Wohnungsmarkt – Börsengänge und ihre Auswirkungen', BBSR-Online-Publikation Nr. 01/2017, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. https://www.bbsr.bund.de/BBSR/DE/veroeffentlichungen/bbsr-online/2017/bbsr-online-01-2017-dl.pdf?__blob=publicationFile&v=1

²⁶ G. Wijburg et al., 2018, 'The Financialisation of Rental Housing 2.0: Releasing Housing into the Privatised Mainstream of Capital Accumulation', Antipode Vol. 50(4). <https://doi.org/10.1111/anti.12382>

²⁷ G. Wijburg & M. B. Aalbers, 2017, 'The alternative financialization of the German housing market', Housing Studies, 32:7, 968-989. <https://doi.org/10.1080/02673037.2017.1291917>

²⁸ G. Wijburg et al., 2018, 'The Financialisation of Rental Housing 2.0: Releasing Housing into the Privatised Mainstream of Capital Accumulation', Antipode Vol. 50(4). <https://doi.org/10.1111/anti.12382>

FINANZUNTERNEHMEN AUF DEM MARKT FÜR MIETWOHNUNGEN (EU)

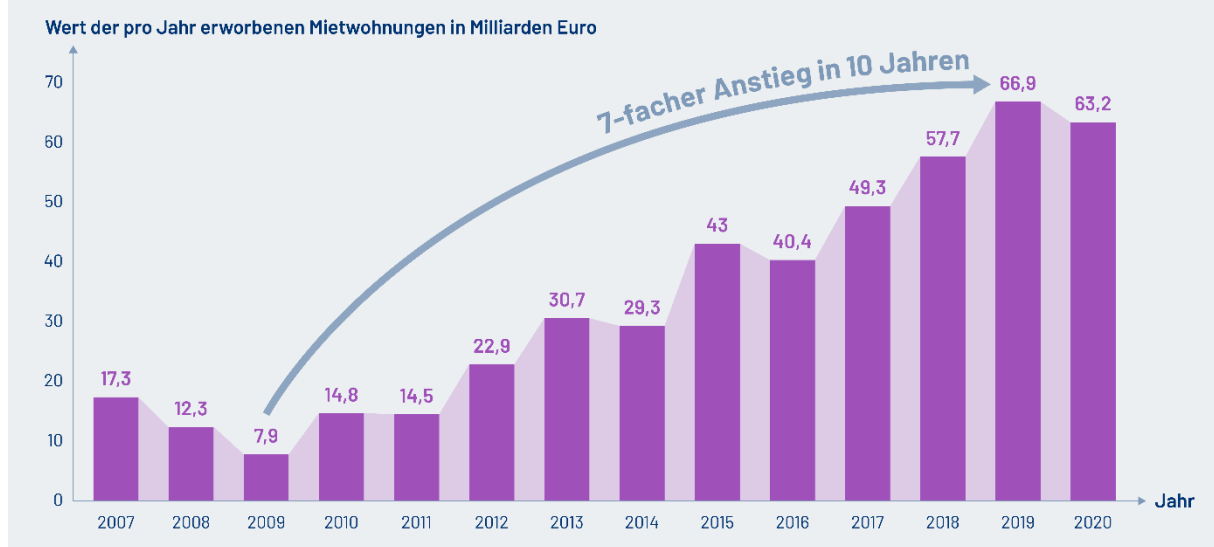


Abbildung 1: Von Finanzunternehmen gekaufte Mietwohnungen in Mrd. Euro in der EU (eigene Darstellung basierend auf Tagesspiegel Innovation Lab und Cities4Rent)

Im Jahr 2007 belief sich der Gesamtbetrag der größeren Immobilienkäufe in Europa (mindestens zehn Wohneinheiten pro Kauf) auf 17,3 Milliarden Euro. Wie in Abbildung 1 zu sehen, fielen die Ankäufe infolge der Finanzkrise im Jahr 2009 auf knapp 8 Milliarden Euro. Seitdem sind sie wieder enorm angestiegen. Im Jahr 2019 wurden 66,9 Milliarden Euro in den Kauf von Mietwohnungen investiert.²⁹ Der größte Teil der europäischen Deals entfällt dabei auf Deutschland: Sowohl die Zahl der Transaktionen als auch die Summe des investierten Kapitals ist hier am größten.³⁰

Anhaltend niedrige Zinsen haben diese regelrechte Flucht ins Betongold begünstigt. Bei niedrigen Zinsen bieten Sparkonten oder Anleihen nur eine geringe Rendite. So werden alternative Anlagemöglichkeiten wie Immobilien oder Aktien besonders attraktiv. Immobilien gelten als besonders stabil – Stichwort Betongold – und generieren kontinuierliche Renditen durch Mieteinnahmen. In der gleichen Zeit stiegen die Immobilienpreise rasant.

Dies illustriert bereits, wie Finanzialisierung auf die Wohnungswirtschaft wirkt. Nicht nur Angebot und Nachfrage für Wohnungen treiben die Preise, auch das makrofinanzielle Umfeld und Finanzmarktkennzahlen wie der Zins spielen wichtige Rollen. Die höhere Präsenz finanzialisierter Investor*innen führt zu einer größeren Abhängigkeit des gesamten Sektors.

²⁹ D. Gabor und S. Kohl, 27.01.2023, 'My home is an asset class', The Greens/EFA in the European Parliament, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. <http://extranet.greens-efa-service.eu/public/media/file/1/7461>

³⁰ ebd.

2.2 DER STAND HEUTE: FORTGESCHRITTENE FINANZIALISIERUNG IN GROßSTÄDTEN

Mehr als die Hälfte der Deutschen wohnen zur Miete, der höchste Anteil innerhalb der EU.³¹ Leipzig und Berlin führen hinter Zürich mit etwa 85 Prozent den europäischen Vergleich an.³²

Wem diese Wohnungen gehören, ist jedoch intransparent. Daten zum Gesamtbestand der Mietwohnungen und ihren Besitzer*innen existieren in Deutschland nicht, weder bundesweit noch regional. Anstelle von behördlichen Auswertungen deutscher Grundbücher vertrauen auch offizielle Statistiken lediglich auf Befragungen mit uneindeutigen Kategorien. Sicher ist: Der größte Teil der Mietwohnungen in Deutschland gehört Privatpersonen.³³ Die existierenden statistischen Erhebungen legen nahe, dass privatwirtschaftlichen Unternehmen deutschlandweit rund 13 Prozent der Mietwohnungen gehören.³⁴ Diese Daten enthalten aber keine weiteren Informationen über die Unternehmensart.

Regionale Untersuchungen zu den Eigentümerstrukturen zeigen: Die finanzialisierten Wohnungsunternehmen, die Wohnraum durch die Linse der Finanzmärkte betrachten, konzentrieren sich in Deutschland in angespannten Wohnungsmärkten, die für ihr Geschäftsmodell eine gute Umgebung darstellen. Über aufwendig zusammengetragene Crowdsourcingdaten und unter Abgleich mit den Geschäftsberichten verschiedener Wohnungsunternehmen lässt sich feststellen, dass zwischen 2011 und 2018 in vielen deutschen Städten mindestens eine Verdoppelung, teilweise **sogar eine Verdreifung des finanzialisierten Wohnungsbestandes stattfand**.³⁵

³¹ Statistisches Bundesamt, 2022, 'EU-Vergleich: Deutschland Mieterland Nummer 1', zuletzt zugegriffen am 21.08.2023.
<https://www.destatis.de/Europa/DE/Thema/Bevoelkerung-Arbeit-Soziales/Soziales-Lebensbedingungen/Mieteranteil.html>

³² C. Trautvetter und S. Knechtel, 2023, 'Wem gehört die Stadt? Teil 2', Rosa-Luxemburg-Stiftung, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023, https://www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/Studien/Studien_1-23_Wem_gehoert_die_Stadt_2.pdf

³³ C. Trautvetter, 2020, 'Wem gehört die Stadt?', Rosa-Luxemburg-Stiftung, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023.
https://www.rosalux.de/fileadmin/images/Dossiers/Wohnen/wem-gehoert-die-stadt/Studien_13-20_Wem_gehoert_die_Stadt_3.Aufl_Web.pdf

³⁴ M. Schenk, 2019, 'Eigentümerstruktur am Wohnungsmarkt', Savills Research, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023.
<https://pdf.euro.savills.co.uk/germany-research/ger-2019/spotlight-eigentuerstruktur-am-wohnungsmarkt.pdf>

³⁵ C. Trautvetter, 2020, 'Wem gehört die Stadt?', Rosa-Luxemburg-Stiftung, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023.
https://www.rosalux.de/fileadmin/images/Dossiers/Wohnen/wem-gehoert-die-stadt/Studien_13-20_Wem_gehoert_die_Stadt_3.Aufl_Web.pdf

BÖRSENNOTIERTE WOHNUNGSUNTERNEHMEN UND ANDERE FINANZUNTERNEHMEN

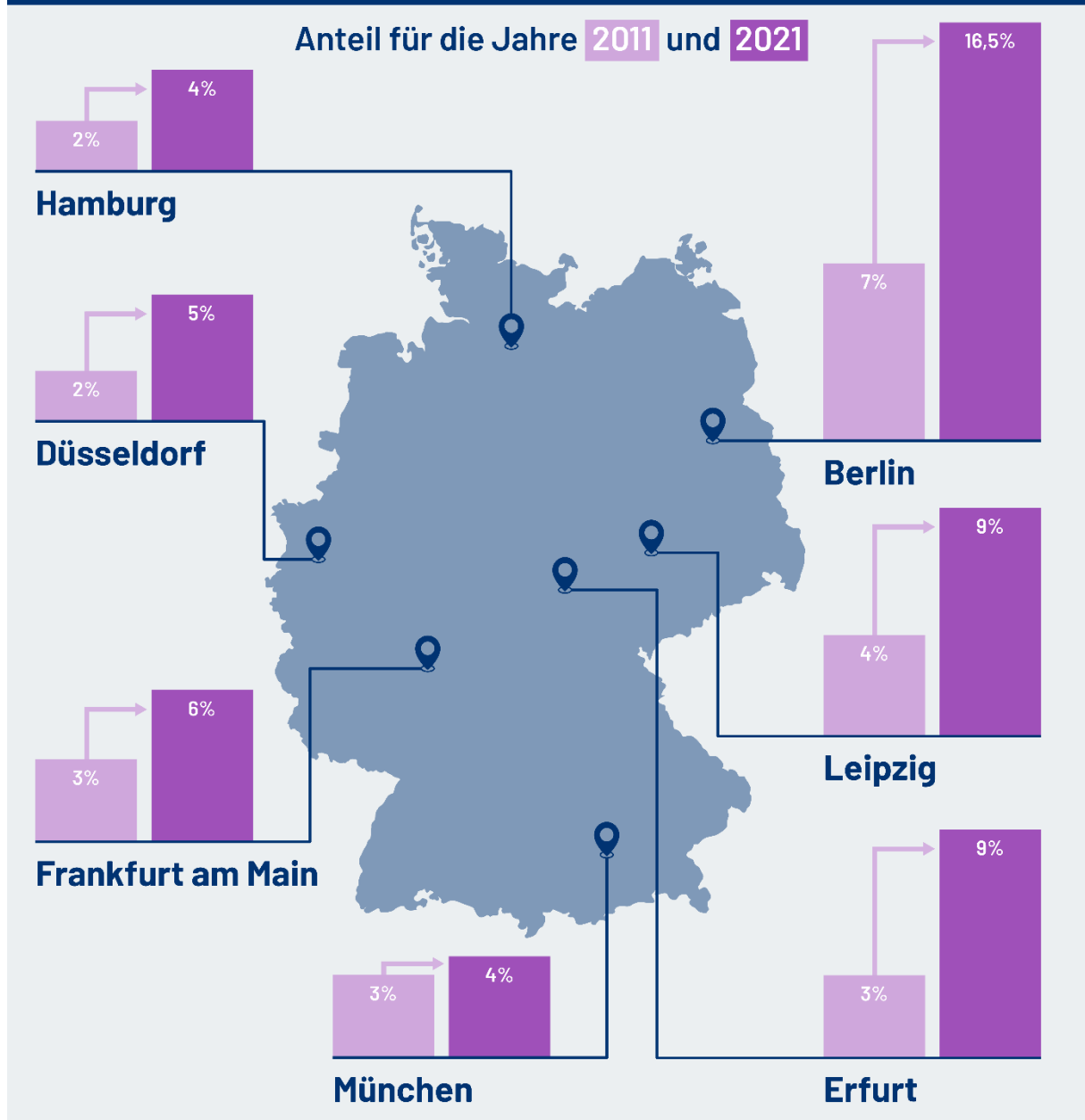


Abbildung 2a: Wachsender Anteil von Finanzmarktakteur*innen im Mietwohnungsmarkt deutscher Städte (eigene Berechnungen basierend auf Zahlen der Rosa-Luxemburg-Stiftung 2020 sowie 2023)

Absolute Anzahl finanziellierter Wohnungen 2021*						
Berlin	Hamburg	München	Frankfurt a.M.	Düsseldorf	Leipzig	Erfurt
ca. 324.772**	ca. 39.068	ca. 32.602	ca. 20.371	ca. 18.086	ca. 31.030	ca. 9.982
*Gesamtbestand (Fortschreibung mit der Crowdsourcingmethode der RLS multipliziert mit dem ermittelten/geschätzten Anteilswert von 2021)						
**Diese Zahl ist von 2019, da der Gesamtbestand der Berliner WE und der Finanzialisierungsanteil in Teil 1 der Studie (2020) und nicht wie bei den anderen Städten in Teil 2 der Studie angegeben ist.						

Abbildung 2b: Finanzisierte Wohnungen 2021 in absoluten Zahlen

Wie auf Abbildung 2 zu sehen ist, führt Berlin diesen dynamischen Trend an. Die Bewirtschaftung von mehr als 320.000 Wohnungen ist hier der Logik der Finanzmärkte unterworfen. In den vergangenen zehn Jahren wurde in der Hauptstadt fast jede zehnte Wohnung finanzialisiert. Das bedeutet: Der Anteil finanziellierter Wohnungen kletterte von 7 auf 16,5 Prozent des gesamten Bestandes. Doch auch in Leipzig und Erfurt hat sich der Anteil der finanzielten Unternehmen stark erhöht. München, fest in der Hand von großen und kleinen Privateigentümer*innen, die ihre Wohnungen vermieten oder selbst bewohnen, verzeichnet den geringsten Zuwachs. Auch wenn aus der Untersuchung deutlich wird, dass die deutschen Städte ganz unterschiedliche Wohnungsmarktumstände beherbergen, ist die Finanzierung fast überall eine relevante Entwicklung.

Für den politischen Umgang ist es wichtig, diesen eindeutigen Trend zu benennen und frühzeitig die Folgen für Mieter*innen finanziellierter Wohnungen und die Auswirkungen auf den gesamten Wohnungsmarkt zu thematisieren.

3. DAS FINANZIALISIERTE GESCHÄFTSMODELL: RENDITE MIT DER MIETE

Was mit Wohnungen in der Hand von finanzialisierten Wohnungsunternehmen passiert, wird im folgenden Abschnitt genauer untersucht.³⁶ Wir fokussieren uns dabei auf börsennotierte Wohnungsunternehmen, da diese deutlich mehr Daten bereitstellen, betrachten aber auch andere Akteur*innen beispielhaft.

Börsennotierte Wohnungsunternehmen sind relativ neue Akteur*innen im deutschen Wohnungsmarkt.³⁷ Drei der vier größten Unternehmen kamen erst 2013 an den Aktienmarkt. Die untersuchten Unternehmen hielten Ende 2022 gemeinsam 898.760 Wohnungen.³⁸ Diese Zahl ist in einer kurzen Zeit stark gestiegen, wie Abbildung 3 zeigt. Auch wenn sie deutschlandweit weiterhin nur einen kleinen Anteil der Wohnungen besitzen, haben sie in einigen regionalen Kontexten bereits marktbestimmende Positionen erreicht. Besonders hohe Marktanteile halten börsennotierte Wohnungsunternehmen in Berlin, Nordrhein-Westfalen und Sachsen.³⁹ Ihre spezifischen Geschäftsmodelle wirken sich gerade hier vermutlich indirekt auch auf die übrigen Marktteilnehmer*innen aus.⁴⁰ In den letzten zwei Jahrzehnten hat sich der Besitz durch Fusionen außerdem konzentriert.

Vonovia und die Deutsche Wohnen waren vor ihrer Fusion die beiden größten Wohnungseigentümerinnen in Deutschland.⁴¹ Ende 2021 übernahm Vonovia die Deutsche Wohnen und wurde so zur Gigantin im deutschen (und europäischen) Wohnungsmarkt: Vonovia besaß so 2022 insgesamt über 548.000 eigene Wohnungen, dazu kommen über 70.000 verwaltete Wohnungen Dritter.⁴² In Deutschland bewirtschaftet die Vonovia knapp 488.000 Wohnungen. Nicht nur die generelle Anzahl der Wohnungen ist beeindruckend, sondern auch der

³⁶ Für die genaue Auflistung siehe Anhang A1, Wir fokussieren uns in dieser Studie auf aktuell börsennotierte Unternehmen mit dem Portfolioschwerpunkt „Mietwohnimmobilien“, die in Deutschland mehr als 5.000 Wohnungen im Eigenbestand haben. Im Gegensatz zu anderen Finanzunternehmen, wie nicht-börsennotierten Unternehmen und Private-Equity Unternehmen, stellen diese deutlich mehr Informationen transparent bereit. Beispielhaft werden auch einzelne nicht-börsennotierten Akteur*innen betrachtet.

³⁷ So hat das Bundesinstitut für Bau-, Stadt und Raumforschung 2017 börsennotierte Wohnungsunternehmen erstmals als neue Akteur*innen untersucht, vgl. S. Kofner und K. Jochimsen, 2017, 'Börsennotierte Wohnungsunternehmen als neue Akteure auf dem Wohnungsmarkt – Börsengänge und ihre Auswirkungen', BBSR-Online-Publikation Nr. 01/2017, zuletzt zugriffen am 21.08.2023. https://www.bbsr.bund.de/BBSR/DE/veroeffentlichungen/bbsr-online/2017/bbsr-online-01-2017-dl.pdf?__blob=publicationFile&v=1

³⁸ Quelle Geschäftsberichte (2022) Vonovia, LEG, TAG, Adler, GCP, Heimstaden, Covivio*
*Quelle Webseite

³⁹ ebd.

⁴⁰ S. Kofner und K. Jochimsen, 2017, 'Börsennotierte Wohnungsunternehmen als neue Akteure auf dem Wohnungsmarkt – Börsengänge und ihre Auswirkungen', BBSR-Online-Publikation Nr. 01/2017, zuletzt zugriffen am 21.08.2023. https://www.bbsr.bund.de/BBSR/DE/veroeffentlichungen/bbsr-online/2017/bbsr-online-01-2017-dl.pdf?__blob=publicationFile&v=1

⁴¹ M. Schenk, 2019, 'Eigentümerstruktur am Wohnungsmarkt', Savills Research, zuletzt zugriffen am 21.08.2023. <https://pdf.euro.savills.co.uk/germany-research/ger-2019/spotlight-eigentumerstruktur-am-wohnungsmarkt.pdf>

⁴² Geschäftsbericht Vonovia 2022.

Marktanteil des neuen Konzerns in einigen Regionen. In Kiel besaß Vonovia Ende 2022 etwa ein Viertel aller Mietwohnungen, in Dresden sind es rund 15 Prozent.⁴³ In Berlin ist sie die größte Vermieterin.⁴⁴

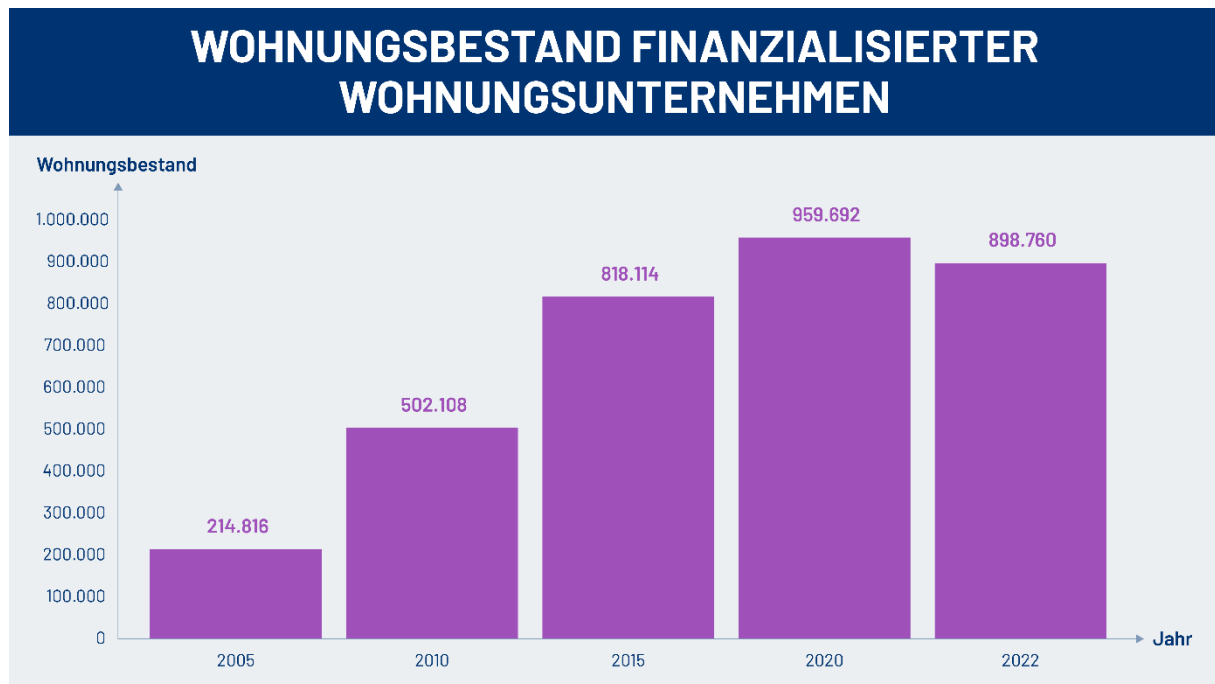


Abbildung 3: Entwicklung des Wohnungsbestandes der finanzialisierten Wohnungsunternehmen (eigene Berechnungen basierend auf Geschäftsberichten)

Weitere große Player sind LEG Immobilien, Grand City Properties (GCP), eine Tochter von Aroundtown⁴⁵, sowie die TAG Immobilien AG. Neben diesen großen Vier gibt es noch eine Reihe von kleineren Mitspieler*innen im Markt. Ein Beispiel ist der schwedische Konzern Heimstaden (vormals Akelius), der in Deutschland rund 30.000 Wohnungen besitzt. Covivio hat zunehmend Immobilien gekauft, „insbesondere in Berlin“⁴⁶. In ganz Deutschland besitzt das Unternehmen 40.800 Wohneinheiten.⁴⁷

⁴³ M. Schenk, 2019, 'Eigentümerstruktur am Wohnungsmarkt', Savills Research, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. <https://pdf.euro.savills.co.uk/germany-research/ger-2019/spotlight-eigentuerstruktur-am-wohnungsmarkt.pdf>

⁴⁴ C. Trautvetter, 2020, 'Wem gehört die Stadt?', Rosa-Luxemburg-Stiftung, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. https://www.rosalux.de/fileadmin/images/Dossiers/Wohnen/wem-gehoert-die-stadt/Studien_13-20_Wem_gehoert_die_Stadt_3.Aufl_Web.pdf

⁴⁵ GCP, 2023, 'Financial Results Presentation Q2 2023', zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. https://www.grandcityproperties.com/fileadmin/user_upload/03_investor_relations/Downloads/CompanyPresentation.pdf

⁴⁶ Covivio, 'Residential', zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. <https://www.covivio.eu/en/accomplishment/residential-germany/>

⁴⁷ ebd.

Auch die Adler Group, zuletzt durch einen Bilanzskandal aufgefallen, ist im Wohnungsmarkt aktiv. Das börsennotierte luxemburgische Immobilienunternehmen, das 2020 aus der Fusion von ADO Properties, Adler Real Estate und Consus Real Estate entstand, hatte länger deutlich mehr Wohnung und war Ende 2022 im Besitz von 26.202 Wohneinheiten.⁴⁸

Mehrere der analysierten Unternehmen wurden vor ihrem Börsengang von Private Equity-Fonds kontrolliert (Vonovia, Deutsche Wohnen, LEG). Ihre Wohnungsbestände waren ehemals Teil von kommunalen bzw. landes- und bundeseigenen Wohnungsunternehmen oder Werkwohnungsunternehmen, die an Private-Equity-Firmen verkauft wurden. TAG Immobilien und Adler Real Estate sind dagegen ehemalige börsennotierte Industrie- und Verkehrsunternehmen, die ihr Geschäftsmodell neu ausgerichtet haben. GCP wurde komplett neu gegründet, explizit mit der Intention Wohnimmobilienportfolios aufzubauen.

Außerdem betrachten wir das Beispiel des französisch gelisteten Immobilienunternehmens Covivio, der schwedischen AG Heimstaden und einen Immobilienfonds von Blackstone, um den Private-Equity-Sektor abzudecken.

Datenquellen für unsere Analyse sind Veröffentlichungen der Unternehmen, unter anderem Jahresabschlüsse, Geschäftsberichte, Investorenpräsentationen und Pressemitteilungen. Weitere Informationen zu den Geschäftsstrategien stammen aus der einschlägigen Literatur.⁴⁹

50 51 52 53 54

Wir analysieren die Geschäftsmodelle und Bewirtschaftungsstrategien sowie die Auswirkungen dieser Strategien auf Bestände und Mieter*innen. Betrachtet wird auch, wie sich die Unternehmen in Bezug auf wohnungspolitische Herausforderungen wie Neubau und bezahlbares Wohnen verhalten.

⁴⁸ Geschäftsbericht Adler Group 2022.

⁴⁹ G. Wijburg et al., 2018, 'The Financialisation of Rental Housing 2.0: Releasing Housing into the Privatised Mainstream of Capital Accumulation', Antipode Vol. 50(4). <https://doi.org/10.1111/anti.12382>

⁵⁰ M. Aalbers, 2017, 'The Variegated Financialization of Housing', International Journal of Urban and Regional Research 41. <https://doi.org/10.1111/1468-2427.12522>

⁵¹ S. Kofner und K. Jochimsen, 2017, 'Börsennotierte Wohnungsunternehmen als neue Akteure auf dem Wohnungsmarkt – Börsengänge und ihre Auswirkungen', BBSR-Online-Publikation Nr. 01/2017, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. https://www.bbsr.bund.de/BBSR/DE/veroeffentlichungen/bbsr-online/2017/bbsr-online-01-2017-dl.pdf?__blob=publicationFile&v=1

⁵² P. Sagner und M. Voigtländer, 2023, 'Mismatch im Wohnungsmarkt', IW-Kurzbericht 5/2023, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. https://www.iwkoeln.de/fileadmin/user_upload/Studien/Kurzberichte/PDF/2023/IW-Kurzbericht_2023-Mismatch-Wohnungsmarkt.pdf

⁵³ S. Kofner und K. Jochimsen, 2017, 'Börsennotierte Wohnungsunternehmen als neue Akteure auf dem Wohnungsmarkt – Börsengänge und ihre Auswirkungen', BBSR-Online-Publikation Nr. 01/2017, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. https://www.bbsr.bund.de/BBSR/DE/veroeffentlichungen/bbsr-online/2017/bbsr-online-01-2017-dl.pdf?__blob=publicationFile&v=1

⁵⁴ K. Unger, 2022, 'Vonovia: Ein Problem, das immer größer wird', Rosa-Luxemburg-Stiftung, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. https://www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/sonst_publikationen/Broschur_Vonovia_Web.pdf

3.1 DIE TAKTIK: ALLES FÜR DIE RENDITE

Börsennotierte Wohnungsunternehmen fokussieren sich auf Wohnimmobilienmanagement und -entwicklung. Ihr Ziel ist, durch eine Optimierung von Einnahmen und Ausgaben die Aktionärsrendite zu maximieren. Dazu gehören betriebliche Abläufe, Wohnungsbewirtschaftung und Portfoliomanagement. Die Orientierung am Shareholder Value spiegelt sich dabei in den Investitionsstrategien und dem Managementansatz für Wohnimmobilien wider.⁵⁵ Dabei geht es um Veränderungen bei der Eigentümerschaft, der Bewirtschaftung und der Finanzierung von Wohnungen.⁵⁶

Die Aktionärsstruktur ist bemerkenswert homogen: Die größten Anleger*innen sind Finanzakteur*innen, die das Kapital Dritter verwalten und damit selbst der kurzfristigen Renditelogik des Finanzmarkts folgen. Bei den untersuchten Wohnungsunternehmen sind das die drei größten börsengehandelten Indexfonds, die in hohem Maße durch Pensionskassenkapital gestützt werden. Der norwegische Staatsfonds und die Vermögensverwalter BlackRock, Vanguard und MFS Investment Management sind in fast jedem Unternehmen unter den größten Aktionär*innen zu finden. Was die börsennotierten Wohnungsunternehmen in ihren Berichten über die Aktionärsstruktur als „Sonstiges“ oder „Streubesitz“ bezeichnen, sind ebenfalls in großen Teilen institutionelle Anleger*innen.⁵⁷ Hier zeigt sich deutlich, dass die börsennotierten Wohnungsunternehmen ein „Mittelsmann“ zwischen der Wohnung in der Großstadt und riesigen Kapitalsammelstellen wie BlackRock sind.

Wesentlich ist die Ausrichtung auf langfristig stabile Renditen, was sich vor allem in regelmäßigen Dividendenausschüttungen niederschlägt. Gleichzeitig präsentierten die Firmen in den vergangenen Jahren in ihren Bilanzen kontinuierliche Wertsteigerungen, die sich in höheren Aktienkursen niederschlugen. Auf diese Art wurden deutsche Wohnungsaktien bis zum Beginn des russischen Angriffskriegs⁵⁸ zu einer großen Erfolgsgeschichte für Anleger*innen. Diese Erfolge sind zum Teil auf die starke Nachfrage nach Mietwohnungen in Deutschland und anderen Teilen Europas zurückzuführen. Doch auch das Geschäftsmodell der börsennotierten Wohnungsunternehmen spielte eine große Rolle. So haben diese Erfolge der Aktionär*innen für die Mieter*innen ihren Preis, was sich ganz konkret in Form der Abschöpfungsquote gezeigt hat.

⁵⁵ M. Copercini, 2019, 'Actors of Financialization in the German Housing System', Geography Notebooks 2 (1). <https://doi.org/10.7358/gn-2019-001-cope>

⁵⁶ Hier wollen wir uns auf die Eigentümerschaft und die Bewirtschaftung von Wohnen zur Miete konzentrieren.

⁵⁷ M. Aalbers et al., 2023, 'In Real Estate Investment We Trust: State DeRisking and the Ownership of Listed US and German Residential Real Estate Investment Trusts', Economic Geography. <https://doi.org/10.1080/00130095.2022.2155134>

⁵⁸ Die bereits Ende 2021 erhöhte Inflation wurde durch den russischen Angriffskrieg und gestiegene Energiekosten weiter angetrieben. Im März 2022 reagierte die amerikanische FED mit ihrer ersten Zinserhöhung, was auch die Zinserwartungen in Europa beeinflusste.

DIE ABSCHÖPFUNGSQUOTE: 41 PROZENT DER MIETE AN DIE AKTIONÄR*INNEN

Die „**Abschöpfungsquote**“⁵⁹ ist definiert als der Prozentsatz der Mieteinnahmen, der über Gewinnausschüttung an die Aktionär*innen fließt. Je höher die Abschöpfungsquote, desto höher der Anteil der Miete, der an die Aktionär*innen geht. Sie wird errechnet⁶⁰, indem man die Verwendung der Mieteinnahmen aufschlüsselt. Wie auf Abbildung 4 (für das Beispiel LEG) zu sehen, werden die Mieteinnahmen für verschiedene Zwecke verwendet.

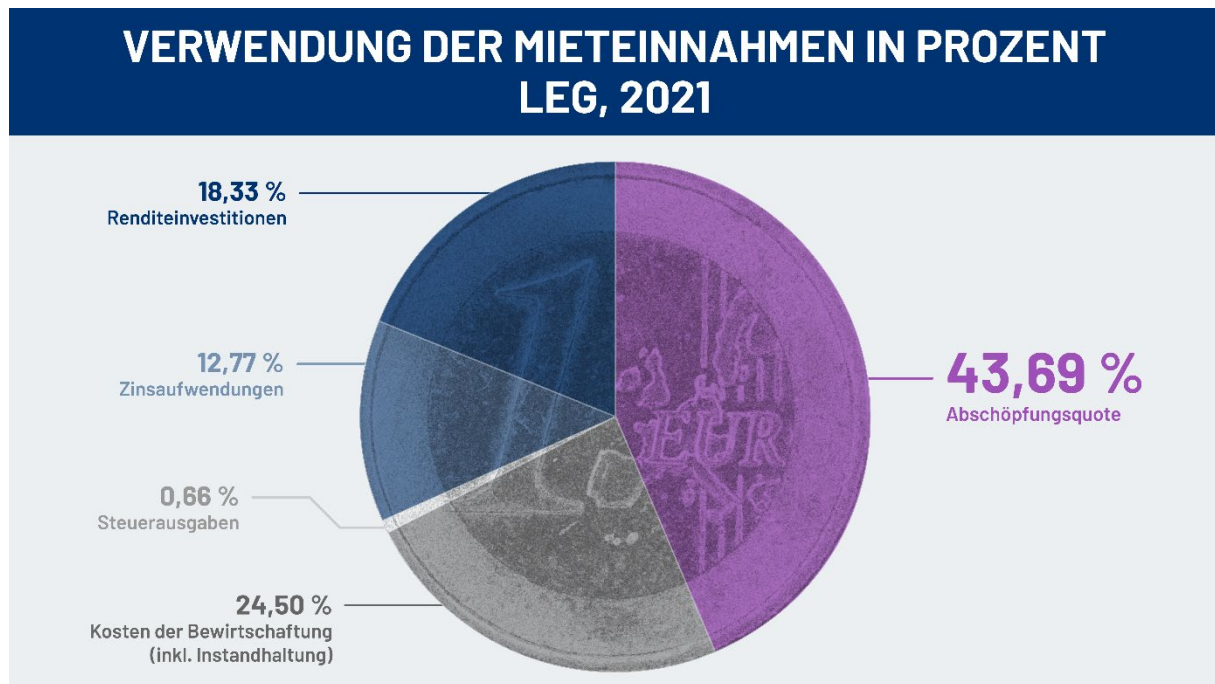


Abbildung 4: Anteilige Verwendung der Mieteinnahmen der LEG mit einer Abschöpfungsquote von 43,69 Prozent (eigene Berechnungen basierend auf Geschäftsberichten)

Die Bewirtschaftungskosten sind Kosten, die dem Konzern durch Personal und Instandhaltung entstehen. Steueraufwendungen⁶¹ sind bei den meisten Konzernen sehr gering, da sie durch verschiedene Strategien weniger Steuern zahlen (mehr dazu in Kapitel 5). Darüber hinaus werden Überschüsse als Renditeinvestitionen in mieterhöhende Modernisierungen und den Ankauf weiterer Immobilien investiert – mit dem Ziel zukünftiger Renditezuwächse. Zinsen sind in diesem Fall die Kosten, die LEG für seine Kredite zahlt.

Die dargestellten Berechnungen verdeutlichen, wie die Mieteinnahmen finanziellierter Wohnungsunternehmen, hier die der LEG, verwendet werden: Die Abschöpfungsquote ist im

⁵⁹ Die Abschöpfungsquote wurde erstmals vom Netzwerk kritische Immobilienaktionär*innen errechnet. Es gibt verschiedene Möglichkeiten, sie zu definieren. In diesem Falle beziehen wir die Zinsen, die auch an Anleiheinvestor*innen ausgezahlt werden, nicht ein. Bezieht man die Zinsen mit ein, ist die Abschöpfungsquote dementsprechend noch höher, vgl. K. Unger, 18.03.2022, 'Vonovia-Geschäftsbericht 2021: Die 'Lösung' bekommt Probleme', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023, <https://mieteraktionärin.de/vonovia-geschaefftbericht-2021-die-loesung-bekommt-probleme/#more-854>

⁶⁰ Siehe Anhang A2.

⁶¹ Für die Ermittlung des Steueranteils nehmen wir die Angaben der Geschäftsberichte zu den laufenden Ertragsteuern.

Zeitverlauf bei den börsennotierten Wohnungsunternehmen angestiegen, der größte Anteil der Miete geht inzwischen an die Anteilseigner*innen des Wohnungsunternehmens. **Bei den betrachteten Wohnungsunternehmen lag die Abschöpfungsquote im Durchschnitt bei 41 Prozent (2021)⁶². Im Durchschnitt wurden also von einem Euro Mieteinnahmen 41 Cent in Form von Dividenden an die Aktionär*innen der Unternehmen ausgeschüttet.** Auch wenn die LEG die höchste Abschöpfungsquote aufzeigt, verdeutlicht Abbildung 5, dass auch andere Unternehmen daran gearbeitet haben, diese Quote zwischen 2016 und 2021 deutlich zu erhöhen.

Für das Jahr 2022 war dies nicht mehr möglich. Die gestiegene Inflation, die darauf folgende Zinswende und der Wertverlust ihrer Immobilienportfolios bereiteten dem Geschäftsmodell Anfang vergangenen Jahres ein abruptes Ende. Mit den gestiegenen Kosten und ohne den spekulativen Wertzuwachs ihrer kreditfinanzierten Investments sind die börsennotierten Wohnungskonzerne 2022 kaum mehr in der Lage die oben beschriebenen stetig ansteigenden Ausschüttungen an ihre Aktionär*innen vorzunehmen.

⁶² Wie auch auf Abbildung 5 zu sehen, lag die Abschöpfungsquote 2021 bei den untersuchten Unternehmen zwischen 37 und 43 Prozent. Der komplette Datensatz für die untersuchten Unternehmen findet sich im Anhang.

ENTWICKLUNG DER ABSCHÖPFUNGSQUOTEN

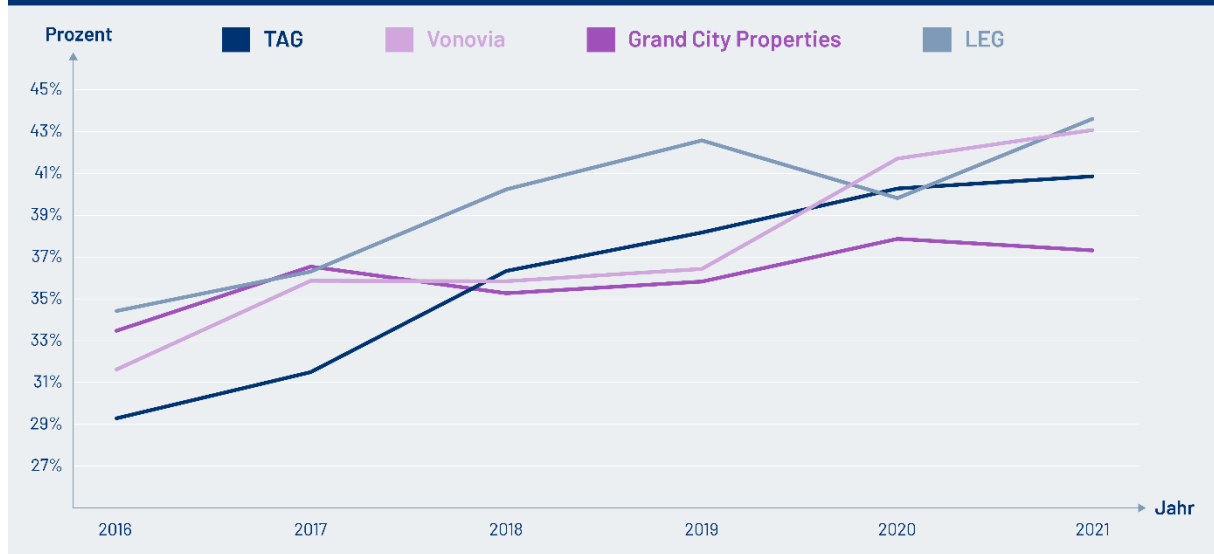


Abbildung 5: Entwicklung der Abschöpfungsquoten börsennotierter Wohnungsunternehmen⁶³ in Deutschland (eigene Berechnungen basierend auf Geschäftsberichten)

Die Abschöpfungsquote beschreibt im Wesentlichen eine Belastung für die Einkommen der Mieter*innen. Statt in die Instandhaltung der Wohnung, fließt die Miete als Dividende in die Taschen der Anteilseigner*innen. Das vorläufige Ende dieser Ausschüttungen nach 2021 entlastet aber die Mieter*innen nicht. Im Gegenteil, wie wir im Kapitel 4.1 beschreiben, wird ihnen die Krise dieses Geschäftsmodells durch mehr Druck auf die Mieten und Einsparungen bei Neubau- und Instandhaltungsprojekten ebenfalls aufgebürdet. Das verschärft die allgemeine Wohnungskrise in Deutschland zusätzlich.

Um die Ausschüttungen möglichst hoch zu halten und damit Wert vom Wohnraum abzuschöpfen, strebten die börsennotierten Wohnungsunternehmen stärker als andere Anbietergruppen am Wohnungsmarkt in den vergangenen zwei Jahrzehnten nach Expansion, Größe und hohen Marktanteilen.

⁶³ Aufgrund von Datenverfügbarkeit können wir für Covivio, Heimstaden und Blackstone die Abschöpfungsquote nicht berechnen. Weitere methodische Erläuterung im Anhang.

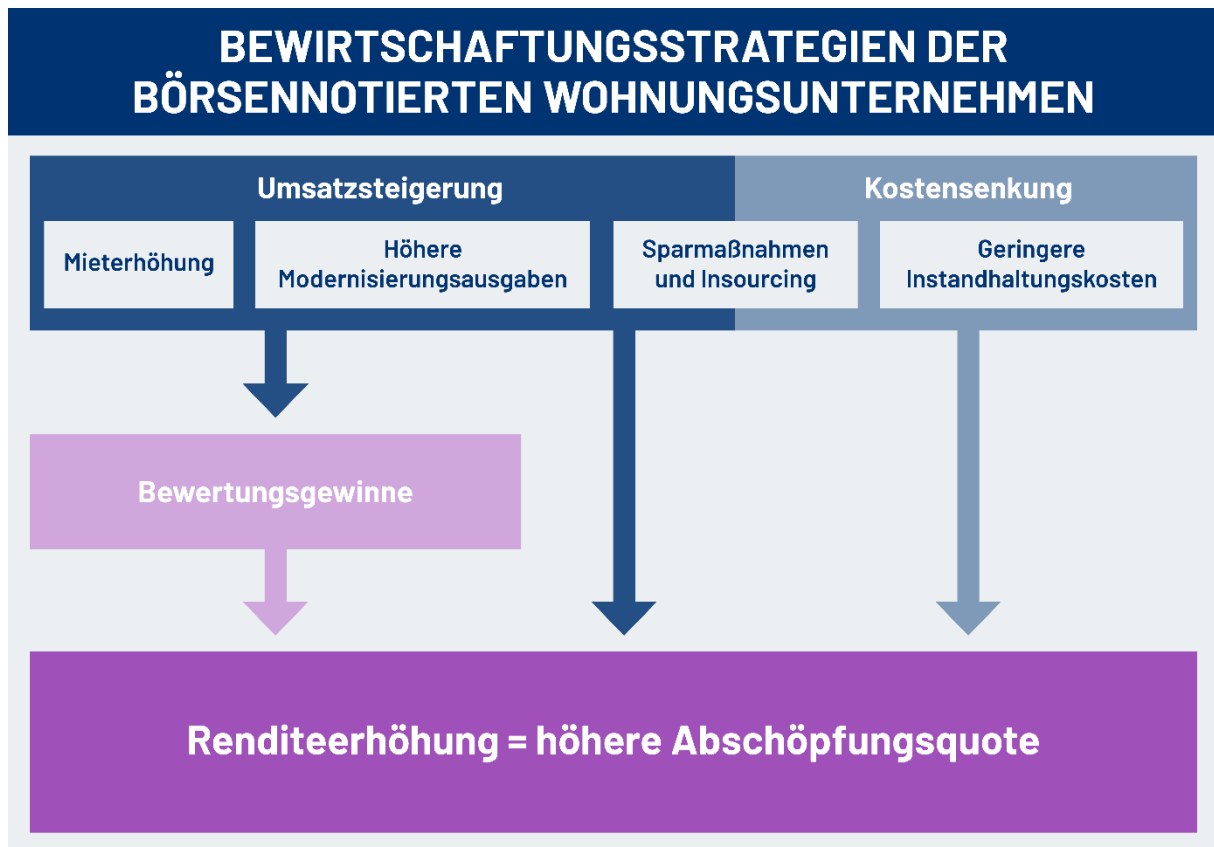


Abbildung 6: Bewirtschaftungsstrategien der börsennotierten Wohnungsunternehmen (eigene Darstellung)

Abbildung 6 verdeutlicht, wie die Unternehmen vorgehen. Insbesondere nutzen sie zwei übergeordnete Strategien, um finanziellen Wert abzuschöpfen⁶⁴: Erstens richten sie die Bewirtschaftung der Wohnungen auf maximalen Profit aus, vor allem durch Mieterhöhungen, weniger Instandhaltung und Effizienzsteigerungen. Zweitens sollen die Unternehmen durch Zukäufe weiterer Wohnungen und Bewertungsgewinne weiterwachsen. Die fiktiven Bewertungsgewinne des Wohnungsportfolios treiben auch den Aktienkurs. Beide Strategien führen letztendlich dazu, den Wert, der an die Aktionär*innen ausgeschüttet wird, zu steigern. Doch beide Strategien sind langfristig nicht nachhaltig, was wir im Folgenden im Detail erläutern.

⁶⁴ Grundsätzlich kombinieren die untersuchten Unternehmen abhängig von Faktoren wie Standort, Vermietungspotenzial, Verkaufspotenzial und staatlicher Politik eine sogenannte Haltestrategie für ihre Kernanlagen mit einer Verkaufsstrategie für ihre Nicht-Kernanlagen. Die im Folgenden beschriebenen Strategien werden hauptsächlich auf den sogenannten Kernanteil ihrer Wohnungen angewandt.

MAXIMALE MIETERHÖHUNGEN

Die Unternehmen reizen ihre Möglichkeiten zur Mieterhöhung aus. Dazu nutzen sie Modernisierungen, Neuvermietungen und Mieterhöhungen im Bestand. Regelmäßig verlangen sie Mieten, die am oberen Ende der gesetzlich zulässigen Spanne liegen. Die Deutsche Wohnen beispielsweise versicherte ihren Aktionär*innen, dass „im Rahmen der baulichen Unterhaltung laufend mögliche Maßnahmen mit Mietsteigerungspotential geprüft, [sowie] Mieterwechsel für Wertsteigerungen genutzt“⁶⁵ würden. Ähnlich wie auch Adler Immobilien sieht Vonovia den Neubau explizit als Strategie, um regulatorische Mietzuwachsbeschränkungen zu umgehen.^{66 67} Von TAG wird diese Praxis als „Realisierung von möglichen Mietsteigerungspotenzialen innerhalb des Portfolios.“⁶⁸ bezeichnet. Ähnlich liest sich auch der Geschäftsbericht von GCP, der Mietsteigerungen als zentrale Einnahmequelle herausstellt.⁶⁹

MODERNISIERUNG

Das Mietrecht unterscheidet zwischen Instandhaltung und Modernisierung. Instandhaltungsmaßnahmen dienen dazu, die Wohnungen in ordnungsgemäßem Zustand zu erhalten. Hierzu gehören zum Beispiel die Beseitigung von Schäden oder Schimmelbefall oder die Reparatur beziehungsweise der Ersatz von defekten Aufzügen und Heizungsanlagen. Solche Instandhaltungsmaßnahmen gehören zu den allgemeinen Pflichten des*der Vermieter*in und sind durch die Mietzahlung abgedeckt. Entsprechend erwirtschaftet eine Wohnungsfirma mit reiner Instandhaltung keinen Profit. Solche Maßnahmen sind nur Kosten für den*die Vermieter*in – oft werden sie entsprechend lustlos und schleppend durchgeführt. Das zeigen Mieterbefragungen zu Wohnqualität. Hier bilden finanzialisierte Wohnungsunternehmen regelmäßig das Schlusslicht aller Vermieterkategorien. Gerade vor dem Hintergrund der vergleichsweise hohen Mieten wird hier laut der Umfrage in hohem Maße an der Instandhaltung gespart.⁷⁰

Anders ist die Situation bei sogenannten Modernisierungen. Hier wird (zumindest per Definition) zusätzlicher Wert für die Mieter*innen geschaffen. Vermieter*innen dürfen deshalb nach einer Modernisierung nach genau festgelegten Regeln die Miete erhöhen. Die finanzialisierten Wohnungsunternehmen betrachten Modernisierungen deshalb als Investitionen, die sowohl den Bilanzwert des Wohnungsportfolios steigern als auch die Mieteinnahmen erhöhen. Deshalb

⁶⁵ Geschäftsbericht Deutsche Wohnen 2018, S. 166.

⁶⁶ Geschäftsbericht Vonovia 2022, S. 96.

⁶⁷ Adler Real Estate, 2020, 'Investor Presentation 'Full year 2019 results presentation', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://adler-ag.com/new/wp-content/uploads/2020/03/Results2019.pdf>

⁶⁸ Geschäftsbericht TAG 2022, S. 78.

⁶⁹ Geschäftsbericht Grand City Properties 2022, S. 25.

⁷⁰ B. Leiß, 2013, 'Vor- und Nachteile der Eigentümer-Typen – Wo wohnt es sich am besten?', Berliner Mieterverein MieterMagazin 10/13, zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.berliner-mieterverein.de/magazin/online/mm1013/101314.htm>

konzentrieren sie sich auf Maßnahmen, bei denen die Kosten über Modernisierungsumlagen auf die Mieter*innen abgewälzt werden können. Ausgaben für Reparaturen und Instandhaltung werden hingegen niedrig gehalten. Besonders umfassende Modernisierungen können genutzt werden, um die Mietpreisbremse bei Neuvermietungen zu umgehen, eine Strategie, die insbesondere die inzwischen fusionierten Unternehmen Heimstadten und Akelius anwenden.⁷¹ Auffällig sind die sehr unterschiedlichen Prioritäten bei Instandhaltung und Modernisierung, vergleicht man börsennotierte mit landeseigenen Wohnungsunternehmen (siehe Abbildung 7). Neben anderen untersuchten Unternehmen erwartet auch die LEG laut Geschäftsbericht, dass zukünftig Potenzial für Mieterhöhungen besteht, unter anderem durch Neuvermietungen und mit Modernisierungsmaßnahmen.⁷²

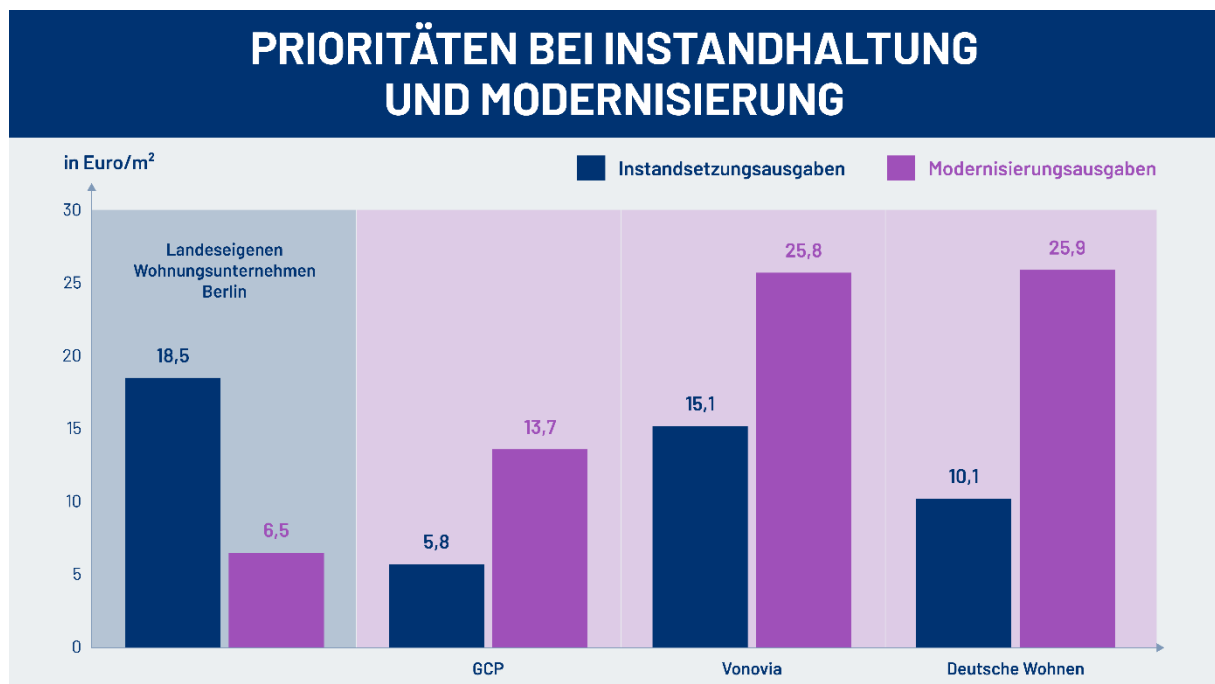


Abbildung 7: Instandsetzungsausgaben und Modernisierungsausgaben landeseigener Wohnungsunternehmen (LWUs) in Berlin im Vergleich zu börsennotierten Wohnungsunternehmen, Durchschnitt 2016-2021 (basierend auf Angaben der Geschäftsberichte)

SPARMAßNAHMEN UND INSOURCING

Viele der finanzialisierten Wohnungsunternehmen streben durch Standardisierung, Automatisierung und Digitalisierung nach Kosteneinsparungen. Das nennen die Unternehmen in ihren Geschäftsberichten „Effizienzsteigerung“ – in der Praxis führt dies jedoch unter anderem

⁷¹ Welt, 2019, 'Auffällig viele Mieterwechsel – wie böse ist Akelius?', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023.

<https://www.welt.de/finanzen/immobilien/article189272339/Akelius-Schwedischer-Wohnungskonzern-gegen-Enteignung-in-Berlin.html>

⁷² LEG Geschäftsbericht 2022 S. 39

zur Verschlechterung des Kundenservice. Börsennotierte Wohnungsunternehmen geraten aufgrund mangelnder Erreichbarkeit und fehlerhafter Abrechnungen häufig in die Schlagzeilen.⁷³

Etliche Unternehmen, zum Beispiel Adler Immobilien, integrieren wohnungsbezogene Dienstleistungen wie den Reparaturservice in ihre Konzernstruktur und lassen sie vermehrt von ihren eigenen Tochtergesellschaften durchführen.⁷⁴ Durch die Verlagerung der Dienstleistungen in interne Tochtergesellschaften (Insourcing) können die finanzialisierten Wohnungsunternehmen ihre Kosten senken und gleichzeitig von den erzielten Gewinnen profitieren.⁷⁵ **Handelt es sich um Modernisierungsmaßnahmen, werden die Gewinne aus den Tochterfirmen sogar von den Mieter*innen bezahlt.**

Die Konzernstruktur von Vonovia zeigt dies besonders eindrücklich. Handwerks- und Serviceleistungen innerhalb und außerhalb des Konzerns erfolgen durch ein eigenes Konzernsegment (in Geschäftsberichten unter der Bezeichnung „value add“), das neben dem normalen Mietgeschäft („rental“) läuft. Vonovia betreibt ein Netzwerk aus Tochtergesellschaften, durch das immer mehr Dienstleistungen im Zusammenhang mit Wohnungen abgewickelt werden. Mit den Subunternehmen kontrolliert Vonovia nahezu alle wohnungsbezogenen Services, was gleichzeitig erlaubt, die Betriebskosten weitgehend eigenständig festzulegen. Diese Struktur ermöglicht dem Wohnungsunternehmen, zusätzliche Gewinne aus Leistungen zu generieren, die normalerweise von externen Anbieter*innen erbracht werden würden. So werden auch Modernisierungsleistungen inzwischen überwiegend von Tochterunternehmen der Vonovia abgerechnet.⁷⁶

WACHSTUM DURCH BEWERTUNGSGEWINNE

Neben den Kostenersparnissen und gestiegenen Einnahmen durch Mieterhöhungen, die aus den Bewirtschaftungsstrategien folgen, spielen sogenannte **Bewertungsgewinne** bei der Renditesteigerung eine wichtige Rolle. Denn eine Besonderheit der börsennotierten Wohnungsunternehmen ist die Art, wie sie Wertveränderungen bei ihren Wohnungsbeständen verbuchen.

⁷³ Deutscher Mieterbund Nordrhein-Westfalen e.V., 2016, 'Erfahrungen des Deutschen Mieterbundes mit großen Wohnungsunternehmen', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. https://www.mieterbund-nrw.de/fileadmin/user_upload/redaktion/aktuell/Erfahrungsbericht_GrWU.pdf

⁷⁴ Geschäftsbericht Vonovia 2018, S. 3.

⁷⁵ K. Unger, 2018, 'Mieterhöhungsmaschinen: Zur Finanzialisierung und Industrialisierung der unternehmerischen Wohnungswirtschaft', PROKLA. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft 48, no. 191. <https://doi.org/10.32387/prokla.v48i191.81>

⁷⁶ Vonovia Geschäftsbericht 2021, S. 58-59.

WERTVERÄNDERUNG UND WOHN EINHEITEN VON VONOVIA

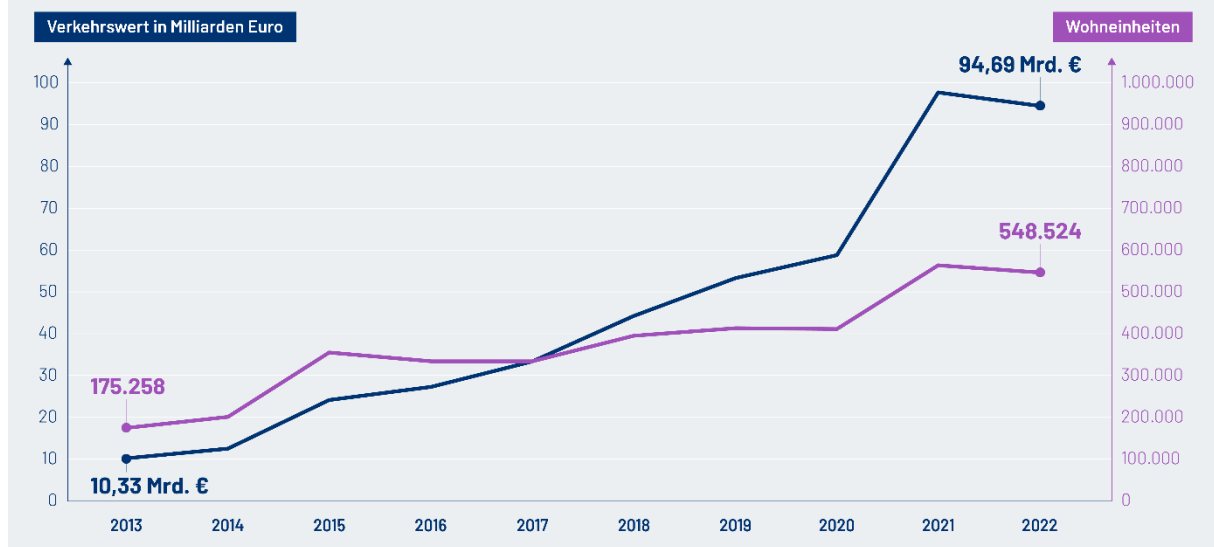


Abbildung 8: Entwicklung des Verkehrswertes der Wohnimmobilien und der Anzahl der eigenen Wohneinheiten von Vonovia im Vergleich (eigene Berechnung basierend auf Geschäftsberichten)

So hat Vonovia seit 2013 ihre Anzahl an Wohneinheiten verdreifacht. Abbildung 8 zeigt, dass sich der Wert dieser Wohneinheiten aufgrund einer besonderen Praxis in der Bilanzbuchhaltung auf dem Papier gleichzeitig verneunfacht hat. Wie ein Geschäftsbericht der Akelius verrät, sind gerade steigende Mieten ein wichtiger Beitrag zu Bewertungsgewinnen finanzialisierter Immobilien.⁷⁷ Auch das Geschäftsmodell von Adler Immobilien zeichnet sich durch einen besonderen Fokus auf Bewertungsgewinne aus.⁷⁸ TAG ist laut Geschäftsbericht darauf spezialisiert, gekaufte Wohnungen nach der Wertsteigerung wieder zu verkaufen.⁷⁹

FIKTIVE WERTSTEIGERUNGEN STÜTZEN DEN SHAREHOLDER VALUE

Generell gilt im Rechnungswesen, dass man Gewinne erst dann verbucht, wenn man sie realisiert hat („Realisationsprinzip“). Wenn zum Beispiel Vermögenswerte wie ein Bürogebäude im Unternehmensbesitz im Wert steigen, dann wird dies erst dann als Gewinn verbucht, wenn das Gebäude verkauft wird und ein*e Käufer*in tatsächlich diesen höheren Wert bezahlt hat. Bis dahin bleibt der ursprüngliche Wert in der Bilanz, kein Gewinn wird verbucht.

Allerdings erlaubt der internationale Rechnungslegungsstandard IFRS eine andere Vorgehensweise, die von Immobilienfirmen gerne genutzt wird. Danach können

⁷⁷ Akelius Geschäftsbericht 2022, S. 8.

⁷⁸ Adler Immobilien Quartalsbericht Q1 2023, S. 10.

⁷⁹ TAG Geschäftsbericht 2022, S. 21, S. 78.

Wertsteigerungen im Wohnungsbestand jedes Jahr als Gewinn verbucht und der Wert in der Bilanz hochgeschrieben werden. Basis für diese sogenannte „Zuschreibung“ ist eine Schätzung des aktuellen Wertes der Immobilien. Denn für Immobilien, die im Bestand des Wohnungsunternehmens verbleiben, liegen ja keine Verkaufspreise vor.

Allgemein gibt es zwei Faktoren, die diese Schätzungen beeinflussen:

1. Der zukünftige Überschuss der Mieteinnahmen über die Ausgaben. Auf diesen Faktor kann das Management durch die bisher beschriebenen Maßnahmen zur Bewirtschaftung einen starken Einfluss ausüben. Hier kann die Unternehmensführung ihre ganze Kunst der Wertschöpfung für die Aktionär*innen entfalten. Aber auch der Ankauf neuer Wohnungen oder der Kauf anderer Wohnungsunternehmen steigert die zukünftigen Mieteinnahmen.
2. Der Zins. Sinkende Zinsen machen Immobilien als Anlage interessanter und sorgen von alleine für steigende Immobilienwerte. Umgekehrt bedeuten steigende Zinsen, dass andere Anlageformen relativ gesehen interessanter werden. Folglich sinkt der Wert von Immobilienbeständen, auch wenn sich sonst nichts ändert.

Wichtig dabei: Diese Zuschreibungen stellen reine Papiergewinne dar. Das heißt, in dem Jahr, in dem diese Gewinne verbucht werden, fließt dem Unternehmen kein neues Geld zu. Diese Gewinne werden in der Gewinn- und Verlustrechnung separat ausgewiesen. Im Falle der Vonovia dienen sie nicht als Basis für Dividendenzahlungen. Aber die Wertsteigerungen werden im Geschäftsbericht ausgewiesen, steigern den von Vonovia berichteten Gewinn und führen zu entsprechenden Kurssteigerungen. Das Unternehmen und sein Management steigern also den Shareholder Value und erfüllen damit das vorrangige Ziel börsennotierter Wohnungsunternehmen.

Die höheren Vermögenswerte bieten ebenfalls eine gute Grundlage für die Aufnahme von Krediten. Hier ist oft die sogenannte Loan-to-Value-Ratio wichtig. Je höher die Vermögenswerte, desto mehr Kredit ist vertretbar. Und damit werden aggressive Wachstumsstrategien möglich.

STEUERVERMEIDUNG DER BÖRSENNOTIERTEN WOHNUNGSUNTERNEHMEN

Die börsennotierten Unternehmen nutzen Steuerprivilegien für die Steuervermeidung. Dazu gehört, Körperschaftsteuerzahlungen zu vermeiden und Mieteinnahmen zu besteuern (Gewerbesteuerlasten), wie das Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung in einer Studie beschreibt. Bei Transaktionen nutzen die Unternehmen die Umgehung der

Grunderwerbsteuer über Share Deals. Alle diese Steuervermeidungen sind legal. So kann zum Beispiel Vonovia ihre Wohnimmobilien in einzelne sogenannte objekthaltende Gesellschaften auslagern und sogenannte Gewerbesteuerereffekte geltend machen.⁸⁰ Share Deals sind beim Kauf und Verkauf von großen Wohnungspaketen gängige Praxis. Bei einem Share Deal erwirbt das Unternehmen nicht die Immobilie direkt, sondern bis zu 90 Prozent der Anteile einer Gesellschaft, der das Grundstück gehört.⁸¹ **Mit dieser Umgehung der Grunderwerbsteuer konnte Vonovia wohl rund eine Milliarde Euro an Steuerzahlungen vermeiden, als sie die Deutsche Wohnen im Rahmen eines Share Deal übernahmen.**⁸² Dies kann auch der offiziellen Stellungnahme zur Übernahme entnommen werden.⁸³

Viele der betrachteten Unternehmen sind trotz ihrer enormen Wohnungsbestände in Deutschland zur Steuervermeidung im Ausland angesiedelt. Adler Immobilien und GCP beispielsweise sitzen deshalb in Luxemburg.⁸⁴⁸⁵ Auch von Akelius landet ein großer Teil des Gewinnes über Briefkastenfirmen in Schattenfinanzzentren, während Mieter*innen vor Ort über teils unzumutbare Umstände und Kündigungen klagen.⁸⁶

3.2 ANDERE FINANZIALISIERTE AKTEUR*INNEN: KEINE VERBESSERUNG

Die börsennotierten Wohnungsunternehmen sind nicht die einzigen finanzialisierten Wohnungsunternehmen. Hinzu kommen beispielsweise Real Estate Investment Trusts (REITs) und Private-Equity-Firmen. Solche Unternehmen zeichnen sich noch stärker durch ihre kurzfristige finanzielle Ausrichtung und ihren Fokus auf Renditeoptimierung aus.

REITs und Private Equity nutzen die beschriebenen Geschäftsstrategien im Detail sehr unterschiedlich. Sie haben aber gemeinsam, dass ihre Strategien ebenfalls zum Nachteil der Mieter*innen ausgelegt sind. Das Hauptziel ist nicht das erschwingliche Wohnen oder die langfristige Verwaltung von Wohnungen, sondern die Befriedigung der Renditeerwartungen der Anleger*innen.

⁸⁰ Vonovia Geschäftsbericht 2022, S. 168.

⁸¹ Hintergrund: Die Schwelle für steuerpflichtige Share Deals wurde durch ein neues Gesetz, das am 1.7.2021 in Kraft getreten ist, von 95 auf 90 Prozent gesenkt und die Fristen auf 10 bzw. 15 Jahre erhöht.

⁸² Immobilien Zeitung, 25.05.2021, 'Grüne: Vonovia könnte dank Share-Deal-Reform Steuern sparen', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.iz.de/politik/news/-gruene-vonovia-koennte-dank-share-deal-reform-steuern-sparen-1000079629>

⁸³ Deutsche Wohnen, 2021, 'Gemeinsame Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. https://ir.deutsche-wohnen.com/download/companies/dewohnen/takeover_information/DeutscheWohnen_Begruendete_Stellungnahme_27_WpUeG_DE.pdf

⁸⁴ PitchBook, 'Adler Group (Luxembourg)', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://pitchbook.com/profiles/company/109318-96#overview>

⁸⁵ GCP, 'Contact', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.grandcityproperties.com/contact/>

⁸⁶ Tagesspiegel, 28.04.2021, 'Wohnungskonzern Akelius Wohnungshai oder Wohltäter?', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://interaktiv.tagesspiegel.de/lab/wohnungskonzern-akelius-wohnungshai-oder-wohлтаeter/>

REITS

Sogenannte Real Estate Investment Trusts kaufen, verkaufen und verwalten in- und ausländische Immobilien. In Deutschland sind diese an der Börse gelistet und unterliegen damit strengen Berichtspflichten. 75 Prozent ihres Vermögens muss direkt oder indirekt in Immobilien investiert sein. Sie sind verpflichtet, mindestens 90 Prozent ihres Gewinns auszuschütten. REITs sind in der Regel steuerbegünstigt und in Deutschland von der Gewerbe- und der Körperschaftsteuer befreit.⁸⁷ In Deutschland gibt es nur vier REITs: die Alstria Office REIT-AG, die Fair Value REIT-AG, die Hamborner REIT-AG und die Deutsche Konsum REIT-AG (bis Anfang 2022 außerdem: die Deutsche Industrie REIT-AG). Deutsche REITs haben eine Geschichte voller Misserfolge. Das liegt vermutlich hauptsächlich daran, dass sie nicht in Bestandsimmobilien investieren dürfen, die vor dem Jahr 2007 gebaut wurden.⁸⁸ Sie konnten also nicht – wie die börsennotierten Wohnungsunternehmen und ihre Private-Equity-Vorgänger*innen – günstig große Wohnungspakete vom Staat oder Industrieunternehmen kaufen. Es gibt allerdings ausländische REITs, die auf dem deutschen Wohnungsmarkt eine Rolle spielen.

Insbesondere der französische REIT Covivio mischt auf dem deutschen Wohnungsmarkt mit. Seine deutsche Tochterfirma Covivio Immobilien GmbH besitzt 40.080 Mietwohnungen in Deutschland.⁸⁹ Covivio konzentriert sich insbesondere auf Berlin und hält einen überdurchschnittlichen Anteil an innerstädtischen Wohnungen. Dazu gehören auch Luxus-Neubauten.⁹⁰ Die meisten der von der Covivio SE gehaltenen Objektgesellschaften sind aus steuerlichen Gründen in Luxemburg registriert.⁹¹

PRIVATE EQUITY

Private-Equity-Firmen gehören ebenfalls zu den finanzialisierten Wohnungsunternehmen. Auch sie zeichnen sich durch einen Fokus auf die Steigerung der Abschöpfungsquote aus, agieren jedoch insgesamt wesentlich intransparenter und verwenden noch stärker Steuervermeidungsmodelle. Während börsennotierte Wohnungsunternehmen und REITs strengen Berichterstattungspflichten unterliegen und in der Regel gut einsehbar ist, welche Immobilien sie besitzen, ist das bei Private Equity nicht der Fall. Wegen verschachtelter Firmenkonstrukte, die Rückschlüsse auf Besitzverhältnisse erschweren, ist es häufig gar nicht oder nur mit erheblichem Aufwand möglich, ein genaues Bild der Rolle dieser Unternehmen zu

⁸⁷ Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen (REIT-Gesetz – REITG) § 16 Steuerbefreiung der REIT-Aktiengesellschaft.

⁸⁸ C. Fuest et al., 2021, 'Vorschläge für eine Reform der Immobilienbesteuerung', ifo Schnelldienst 12/2012, zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.ifo.de/DocDL/sd-2021-12-fuest-hey-spengel-immobilienbesteuerung.pdf>

⁸⁹ Covivio, 'Über Covivio', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.covivio.immo/unternehmen/>

⁹⁰ Covivio, 2022, 'Report on Sustainable Performance', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.covivio.eu/en/wp-content/uploads/sites/3/2023/04/2022-Annual-report-on-sustainable-performance.pdf>

⁹¹ Covivio, 'Unternehmensangaben Wohnen', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.covivio.immo/angaben-wohnen/>

zeichnen. Blackstone ist der größte Finanzinvestor aus dieser Gruppe mit einer Anlage von 25,8 Milliarden Euro. Im Folgenden untersuchen wir Blackstone beispielhaft.

Die Tochterfirma Blackstone Property Partners Europe Holdings S.à r.l. (BPPEH) mit rechtlichem Sitz unter anderem auf den Cayman Islands⁹² besitzt alleine in Berlin mehr als 3.700 Wohnungen und ist europaweit der größte Investmentfonds für Immobilien.⁹³ ⁹⁴ Im Gegensatz zu den börsennotierten Wohnungsunternehmen geht es bei diesen Firmen häufig noch mehr um die Immobilie als reines Anlageobjekt und weniger um eine langfristige Bewirtschaftung. Verwalten und Vermieten ist bisher oft Nebensache. Doch wie am Beispiel BPPEH erkennbar, konzentriert sich auch Private Equity immer öfter auf die Abschöpfung durch aktives Management ihrer „Finanzanlagen“ (Wohnungen), einschließlich mieterhöhenden Renovierungen, Verkauf von nicht zum Kerngeschäft gehörenden Vermögenswerten und Vermietung/Wiedervermietung.⁹⁵

Eine Recherche der Rosa-Luxemburg-Stiftung ergab: „Während die Deutsche Wohnen pro Mitarbeiter etwa 100 Wohnungen besitzt, sind es bei der Private-Equity-Gesellschaft Blackstone pro Mitarbeiter ungefähr 1.000 Wohnungen.“⁹⁶ Somit ist es nur schwer denkbar, dass die Qualität der Hausbewirtschaftung aufrechterhalten werden kann. Im Gegenteil: Blackstone wurde 2019 sogar vom UN-Sonderberichterstatter für Wohnen als Menschenrecht öffentlich für ein Geschäftsmodell verurteilt, das Mieten in die Höhe treibe, Zwangsräumungen verursache und Instandhaltungskosten für die Mieter*innen erhöhe – und das ohne Rechenschaftspflicht.⁹⁷

Private Equity hat, wie in Kapitel 2 geschildert, in der Frühphase der Finanzialisierung oft eine zentrale Rolle gespielt – mit sehr negativen Folgen für die Mieter*innen. Bei den jüngsten Transaktionen am Immobilienmarkt sind Private-Equity-Firmen wieder verstärkt aufgetreten, zum Beispiel bei den Verkäufen von Vonovia.⁹⁸ Denn wie in den frühen 2000er Jahren gibt es wieder willige Verkäufer*innen.

⁹² PitchBook, 'Blackstone Property Partners Europe', zuletzt zugriffen am 22.08.2023.

<https://pitchbook.com/profiles/fund/16054-66F#overview>

⁹³ BPPEH Geschäftsbericht 2022.

⁹⁴ Tagesspiegel, 2020, 'Finanzinvestor Blackstone besitzt Tausende Wohnungen in Berlin', zuletzt zugriffen am 06.09.2023.

<https://interaktiv.tagesspiegel.de/lab/blackstone-3500-berliner-wohnungen-in-der-hand-von-einem-der-groessten-investoren-der-welt/>

⁹⁵ BPPEH Geschäftsbericht 2022, S.4.

⁹⁶ C. Trautvetter, 2020, 'Wem gehört die Stadt?', Rosa-Luxemburg-Stiftung, zuletzt zugriffen am 21.08.2023.

https://www.rosalux.de/fileadmin/images/Dossiers/Wohnen/wem-gehoert-die-stadt/Studien_13-20_Wem_gehoert_die_Stadt_3.Aufl_Web.pdf

⁹⁷ S. Deva und L. Farha, 22.03.2019, 'Mandates of the Working Group on the issue of human rights and transnational corporations and other business enterprises and the Special Rapporteur on adequate housing as a component of the right to an adequate standard of living, and on the right to non-discrimination in this context', UN Human Rights Council, zuletzt zugriffen am 22.08.2023.

https://www.ohchr.org/sites/default/files/Documents/Issues/Housing/Financialization/OL_OTH_17_2019.pdf

⁹⁸ finanzen.net, 26.04.2023, 'Vonovia-Aktie legt zu: Vonovia verkauft Beteiligung an Immobilienportfolio für Milliardenbetrag', zuletzt zugriffen am 23.08.2023. <https://www.finanzen.net/nachricht/aktien/geldbeschaffung-vonovia-aktie-legt-zu-vonovia-verkauft-beteiligung-an-immobilienportfolio-fuer-milliardenbetrag-12393085>

4. AUSWIRKUNGEN DER FINANZIALISIERUNG: AUSBEUTUNG UND HÖHERE PREISE

Die negativen Auswirkungen der Finanzialisierung des Wohnraums lassen sich in zwei Kategorien unterteilen:

1. **Ausbeutung von Mieter*innen durch abschöpfende Geschäftsmodelle:** Einige Wohnungsunternehmen und Investor*innen nutzen überhöhte Mietsteigerungen oder vernachlässigen die Instandhaltung, um die Gewinne der Unternehmen zu steigern und die Ausschöpfungsquote zu erhöhen, während die Mieter*innen unter finanziellen Belastungen und verschlechterter Wohnqualität leiden.
2. **Preisanstieg durch erhöhte Kapitalflüsse in Wohnraum:** Wohnungen und Immobilien werden zunehmend als Anlageinstrument betrachtet, was zu einem verstärkten Kapitalfluss und einer Zunahme von Transaktionen auf dem Immobilienmarkt führt. Da die Nachfrage steigt und Investor*innen bestrebt sind, hohe Renditen zu erzielen, erhöht diese Entwicklung den Preisdruck auf den Wohnraum. Die hohen Immobilienpreise müssen wiederum durch steigende Mieten refinanziert werden. Im Ergebnis werden Wohnungen für viele Menschen unbezahlbar, was zu sozialer Ungleichheit und der Verdrängung von einkommensschwachen Haushalten führt.

Beide Aspekte gefährden Wohnen als Grundbedürfnis und können soziale Instabilität nach sich ziehen. Im Folgenden beschreiben wir die Auswirkungen von Finanzialisierung auf die Gesellschaft im Detail.

4.1 BÖRSENNOTIERTE WOHNUNGSUNTERNEHMEN STEHEN GESELLSCHAFTLICHEN ZIELEN IM WEG

Das Geschäftsmodell der börsennotierten Wohnungsunternehmen besteht im Kern darin, bereits existierende preiswerte Wohnungen aufzukaufen und die Mieten zu erhöhen. Mit diesem Modell tragen sie zur allgemeinen Mietsteigerung bei. Außerdem ist es nicht ihr Hauptanliegen, den Neubau voranzutreiben. Die Shareholder-Value-Orientierung führt dazu, dass die Unternehmen weniger investieren und soziale (und ökologische) Ziele der Gesellschaft nicht mit erfüllen.

AUSWIRKUNGEN AUF DIE MIETE

Die durchschnittliche Miete börsennotierter Wohnungsunternehmen steigt deutlich stärker als der bundesweite Durchschnitt.⁹⁹ Insbesondere in den angespannten Wohnungsmärkten zeigen sich die Unternehmen so als miettreibend.

Da Mieterhöhungen das zentrale Instrument für die Steigerung ihrer Einnahmen sind, nutzen börsennotierte Wohnungsunternehmen die gesetzlichen Spielräume für maximale Mieterhöhungen aus, wie eine Analyse des Bundesinstituts für Bau-, Stadt- und Raumforschung ergab.¹⁰⁰ Oftmals wird der gesetzliche Rahmen auch überschritten. Das Problem dabei ist, dass Mieter*innen die Korrektur falscher Mieterhöhungen zumeist selber einklagen müssen.¹⁰¹ Damit unterscheiden sie sich von öffentlichen Wohnungsunternehmen, die mieterhöhende Modernisierungen begrenzen, „wenn die neue Nettokaltmiete zu einer unzumutbaren finanziellen Belastung für die Mieter*innen führen würde.“¹⁰²

Am Beispiel Berlin zeigen sich die Auswirkungen solcher Geschäftsmodelle von finanzialisierten Wohnungsunternehmen eindrucksvoll. Mit 3,9 Prozent in fünf Jahren stiegen die Bestandsmieten der sechs größten Wohnungsunternehmen in der Stadt deutlich stärker als bei den landeseigenen Wohnungsanbieter*innen.¹⁰³

Eine besondere Wechselwirkung lässt sich mit Modernisierungsstrategien erkennen. Unternehmen wie Heimstaden, deren Fokus auf Wertsteigerung durch aggressive Modernisierung mit Mieterwechsel liegt, übersteigen die umliegenden Durchschnittsmieten besonders stark.¹⁰⁴ Sie verlangen teilweise um die Hälfte mehr Miete als Vermieter*innen der öffentlichen Hand. Dies zeigt sich sowohl bei Bestands- als auch bei Neuvermietungen. Neben der Ausnutzung aller Mieterhöhungsspielräume lag der Fokus in den vergangenen Jahren insbesondere auf Mieterhöhungen durch Modernisierungen, wie unten genauer beschrieben.

⁹⁹ Deutscher Mieterbund, 2021, 'Geschäftspraktiken börsennotierter Wohnungsunternehmen', zuletzt zugegriffen am 21.08.2023.
https://www.mieterbund.de/fileadmin/public/Gesetze_Positionen/20211105-Wohnungskonzerne.pdf

¹⁰⁰ S. Kofner und K. Jochimsen, 2017, 'Börsennotierte Wohnungsunternehmen als neue Akteure auf dem Wohnungsmarkt – Börsengänge und ihre Auswirkungen', BBSR-Online-Publikation Nr. 01/2017, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023.
https://www.bbsr.bund.de/BBSR/DE/veroeffentlichungen/bbsr-online/2017/bbsr-online-01-2017-di.pdf?__blob=publicationFile&v=1

¹⁰¹ Deutscher Mieterbund Nordrhein-Westfalen e.V., 2016, 'Erfahrungen des Deutschen Mieterbundes mit großen Wohnungsunternehmen', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023.
https://www.mieterbund-nrw.de/fileadmin/user_upload/redaktion/aktuell/Erfahrungsbericht_GrWU.pdf

¹⁰² ebd.

¹⁰³ M. Bernt und A. Hom, 2023, 'Vergesellschaftung senkt die Miete – Kurzstudie zu den sozialen Effekten einer möglichen Vergesellschaftung von Wohnungen in Berlin', Rosa-Luxemburg-Stiftung, zuletzt zugegriffen am 22.08.2023.
https://www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/Studien/Studie_1-23_Vergesellschaftung.pdf

¹⁰⁴ ebd.

INSTANDHALTUNG & MODERNISIERUNG

Finanzialisierte Wohnungsunternehmen wissen sehr genau, welche Maßnahmen ihnen zusätzliche Einnahmen bringen und welche nicht. Die Folge davon illustriert eine Umfrage, die der Deutsche Mieterbund zuletzt 2016 in all seinen Mietervereinen durchgeführt hat. Dabei wurden Mitglieder nach den Erfahrungen mit großen privaten Wohnungsunternehmen Vonovia, Deutsche Wohnen, LEG aber auch Grand City, Patrizia oder TAG Immobilien gefragt. Mit Blick auf die Ergebnisse kann das Verhältnis als angespannt und konfliktbeladen bezeichnet werden. Mit allen finanzialisierten Anbieter*innen kommt es häufig zu Auseinandersetzungen im Zusammenhang mit Betriebskostenabrechnungen. Auch Konflikte in Bezug auf mietsteigernde Modernisierungsmaßnahmen betreffen hauptsächlich finanzialisierte Wohnungsunternehmen mit einer aktiven Modernisierungsstrategie. Insbesondere die LEG und Vonovia scheinen oft in Streitigkeiten über Mieterhöhungen in laufenden Mietverträgen verwickelt zu sein. Gleichzeitig sind bei den Unternehmen Defizite in Bezug auf Erreichbarkeit, Zugänglichkeit und Reaktionsgeschwindigkeit feststellbar.¹⁰⁵

Insbesondere mit Blick auf die ökologischen Modernisierungen im Gebäudesektor wird das Thema relevant bleiben. Modernisierungsmaßnahmen an besonders alten und wenig effizienten Gebäuden können einkommensschwachen Bevölkerungsgruppen nur dann wirklich zugutekommen, wenn die entstehenden Kosten entweder gar nicht oder nur in begrenztem Maße auf die Mietpreise übertragen werden.

MACHTKONZENTRATION

Große Unternehmensübernahmen haben zu einer starken Konzentration innerhalb des börsennotierten Wohnungssegments geführt. Im Zeitraum 2013 bis 2015 gab es die meisten Transaktionen, die Übernahme der Deutsche Wohnen durch Vonovia 2021 ist sicherlich die bekannteste. Als Folge gibt es hier, verglichen mit anderen Teilen des Wohnungsmarktes, nur wenige – und dann oft sehr große – Anbieter.¹⁰⁶

Schon wenn einem Unternehmen nur in einem Stadtviertel der größte Anteil der Wohnungen gehört, kann das bereits einen negativen Einfluss auf den Mietspiegel haben. Denn die durchschnittlich höheren Mieten der börsennotierten Wohnungsunternehmen fließen in zukünftige Mietspiegel ein. Diese wiederum sind Basis für weitere Mieterhöhungen.¹⁰⁷

¹⁰⁵ Deutscher Mieterbund Nordrhein-Westfalen e.V., 2016, 'Erfahrungen des Deutschen Mieterbundes mit großen Wohnungsunternehmen', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023.
https://www.mieterbund-nrw.de/fileadmin/user_upload/redaktion/aktuell/Erfahrungsbericht_GrWU.pdf

¹⁰⁶ Siehe Abbildung 3.

¹⁰⁷ Deutscher Mieterbund Nordrhein-Westfalen e.V., 2016, 'Erfahrungen des Deutschen Mieterbundes mit großen Wohnungsunternehmen', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023.
https://www.mieterbund-nrw.de/fileadmin/user_upload/redaktion/aktuell/Erfahrungsbericht_GrWU.pdf

Die schädlichen Auswirkungen zu großer Unternehmen zeigen auch spezifische Vorfälle wie die Betrugsermittlungen bei Vonovia im März 2023¹⁰⁸ und der Skandal um Adler Real Estate¹⁰⁹. Die Größe ihrer Lobby spielt ebenfalls eine bedeutende Rolle. So ergaben Anfragen der Bundestagsabgeordneten Caren Lay, dass die Wohnungsunternehmen fast dreimal häufiger zu Gast bei der Regierung waren als Mieterorganisationen.¹¹⁰

DIE WACHSTUMSSTRATEGIE FÜHRT ZU INSTABILITÄT

Immobilienfonds melden Insolvenz an und Bauprojekte werden abgebrochen. Die Kurse der börsennotierten Wohnungsunternehmen stürzen schon seit Beginn 2022 rasant ab, deutlich stärker als der gesamte Markt. Die finanzialisierten Wohnungsunternehmen kommen dabei von drei Seiten unter Druck:

Erstens lässt der **Preisverfall am Immobilienmarkt** den Wert des Portfolios sinken, Unternehmen müssen die Werte jetzt abschreiben.¹¹¹ Die geringeren Immobilienwerte bedeuten, dass die Loan-to-Value Rate steigt. Diese Kennzahl stellt das Beleihungsrisiko eines Immobilienunternehmens dar. Die Kredite werden in den Augen der Gläubiger*innen riskanter und damit für die Immobilienfirmen teurer.

Zweitens erhöht die **Zinswende** bei den teilweise hoch verschuldeten Unternehmen auch die Refinanzierungskosten: Viele haben auf dauerhaft niedrige Zinsen und aggressives Wachstum gesetzt. Es wurden immer mehr Immobilien gekauft oder gleich ganze Immobilienunternehmen mit großen Wohnungsbeständen. Das beste Beispiel ist der Kauf von Deutsche Wohnen durch Vonovia. Dieses Wachstum ist kreditfinanziert und wird durch die höheren Zinsen jetzt peu à peu teurer. Ohne diese Verschuldung könnten die finanzialisierten Wohnungsunternehmen die steigenden Zinsen viel besser aussitzen. Jetzt hingegen stehen sie unter Handlungsdruck.

Drittens leiden sie unter der **deutlich gestiegenen Inflation**. Gerade die stark gestiegenen Baukosten wirken sich auf die Instandhaltung aus, sie machen aber auch Modernisierung und Neubau deutlich teurer. Auch Forderungen nach transparenteren Nebenkosten setzen

¹⁰⁸ Frankfurter Allgemeine Zeitung, 07.03.2023, 'Ermittler durchsuchen Vonovia-Zentrale', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wohnen/vonovia-razzia-in-der-zentrale-wegen-betrugsverdachts-18729945.html>

¹⁰⁹ Berliner Zeitung, 08.07.2023, 'Adler im Sinkflug? Ein Blick hinter die Kulissen eines undurchsichtigen Immobiliengeflechts', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.berliner-zeitung.de/wirtschaft-verantwortung/adler-group-skandal-ein-blick-hinter-die-kulissen-eines-undurchsichtigen-immobiliengeflechts-fabio-de-masi-li.366941>

¹¹⁰ taz, 21.03.2023, 'Immo-Lobby der Ampel ganz nah', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://taz.de/Lobbyismus-und-Immobilienbranche/!5923695/>

¹¹¹ Portfolioabschreibungen (Stand August 2023): LEG hat einen Periodenfehlbetrag von 1,03 Mrd. Euro im ersten Halbjahr 2023 (vgl. Quartalsbericht LEG Q2/2023), bei TAG sind es 455,5 Mio. Euro Bewertungsverlust (vgl. TAG Quartalsbericht Q2/2023), Branchenführer Vonovia meldete mit 6,8 Prozent zum Halbjahr etwas niedrigere Wertkorrekturen auf den Immobilienbestand als die beiden Wettbewerber (vgl. Halbjahresbericht Vonovia 2023).

beispielsweise Vonovia unter Druck.¹¹² Um den finanziellen Belastungen entgegenzuwirken, wurden die Ausgaben reduziert und der Wohnungsneubau weitgehend gestoppt. Gleichzeitig steigt die Notwendigkeit, weitere Einkommensquellen zu erschließen.¹¹³

Das Geschäftsmodell der finanzialisierten Wohnungsunternehmen ist in der aktuellen Wohnungs- und Immobilienkrise in besonderem Maße unter Druck geraten – das hat Folgen für ihre Mieter*innen. Mit immer drastischeren Mieterhöhungen streben finanzialisierte Wohnungsunternehmen derzeit danach, dem Ausbleiben spekulativer Bewertungsgewinne und den negativen Folgen ihres kreditfinanzierten Wachstums zu begegnen. In Berlin führte dies zu einem Scheitern des Bündnisses für Wohnungsbau und bezahlbares Wohnen. Im Bereich Neubau und Mieterschutz erreichen lediglich die landeseigenen Wohnungsunternehmen die mit der Politik vereinbarten Ziele.¹¹⁴ Finanzialisierte Wohnungsunternehmen hingegen verlassen das Bündnis und suchen nach Wegen, die Mieten ohne Bezug zum Mietspiegel und unter Umgehung der Mietpreisbremse zu erhöhen.^{115 116}

Die Instandhaltung und Mängelbeseitigung dürften wegen des Sparkurses tendenziell zurückgefahren werden. Besorgniserregend ist auch die schnell abnehmende Bereitschaft zu investieren. Neubaupläne waren das häufig Erste, das bei den Firmen dem Rotstift zum Opfer fiel.^{117 118 119} Und auch Investitionen in energetische Sanierung, die für die Klimawende so wichtig sind, werden zurückgefahren.¹²⁰ Vielfach sind solche Investitionen bei den gestiegenen Zinsen und Baukosten nicht mehr rentabel für die Unternehmen. Aber selbst da, wo Investitionen rentabel wären, scheint aktuell die kurzfristige Sicht zu dominieren. Also wird das Geld zusammengehalten, Zukunftsinvestitionen bleiben aus. Um ihre Schuldenlast zu verringern,

¹¹² Welt, 18.03.2023, 'Grüne und SPD fordern nach Razzia bei Vonovia transparentere Nebenkosten', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.welt.de/wirtschaft/article244348779/Vonovia-Gruene-und-SPD-fordern-nach-Razzia-transparentere-Nebenkosten.html>

¹¹³ Deutscher Mieterbund Nordrhein-Westfalen e.V., 2023, 'Wohnungen gehören nicht an die Börse', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.mieterbund-nrw.de/startseite/news-details/wohnungen-gehoren-nicht-an-die-boerse>

¹¹⁴ Tagesspiegel, 12.07.2023, 'Beim Wohnungsbündnis für Berlin: Private Firmen erreichen Ziele beim Mieterschutz nicht', zuletzt zugegriffen am 29.09.2023. <https://www.tagesspiegel.de/berlin/gemischte-bilanz-beim-wohnungsbundnis-fur-berlin-ist-noch-sand-im-getriebe-10136359.html>

¹¹⁵ Berliner Zeitung, 15.08.2023, 'Nach umstrittenen Mieterhöhungen: Adler Group verlässt Berliner Mietenbündnis', zuletzt zugegriffen am 29.09.2023. <https://www.berliner-zeitung.de/mensch-metropole/adler-group-verlaesst-berliner-mieten-buendnis-li.378971>

¹¹⁶ Berliner Zeitung, 12.09.2023, 'Exklusiv: Covivio erhöht Mieten ohne Bezug auf den Mietspiegel – andere Vermieter könnten folgen', zuletzt zugegriffen am 29.09.2023. <https://www.berliner-zeitung.de/mensch-metropole/exklusiv-covivio-erhoeht-mieten-ohne-bezug-auf-den-mietspiegel-andere-vermieter-koennten-folgen-li.387870>

¹¹⁷ Spiegel, 31.01.2023, 'Wohnungskonzern Vonovia stoppt alle geplanten Neubauprojekte', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/wohnungskonzern-vonovia-stoppt-alle-geplanten-neubauprojekte-a-028d72de-893b-4d95-bc90-038ee46b926b?utm_medium=twitter&utm_source=dlvr.it#ref=rss

¹¹⁸ Geschäftsbericht Vonovia 2022.

¹¹⁹ Geschäftsbericht LEG 2022.

¹²⁰ Süddeutsche Zeitung, 04.11.2022, 'Vonovia will sparen statt bauen', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/wohnungen-neubau-vonovia-1.5687000>

verkaufen große finanzialisierte Wohnungsunternehmen jetzt sogar Wohnungen.^{121 122} Durch die Verkäufe kommen weitere und teilweise noch stärker finanzialisierte Akteure in den Markt. Bei den zwei letzten Verkäufen von Vonovia waren das Private-Equity-Firmen, die bereits zu Beginn der Finanzialisierung des Wohnungsmarktes in Deutschland öffentliche Wohnungsbestände erwarben. Auch die TAG und die LEG hoffen auf mehr Verkäufe.¹²³ Adler Real Estate ist nach den Betrugsvorwürfen bereits 2022 in die roten Zahlen gerutscht und versucht ebenfalls, das eigene Wohnungsportfolio zu reduzieren.

NEUBAU

Die aktuelle Krise zeigt, dass das Geschäftsmodell von finanzialisierten Wohnungsunternehmen nicht mit dem Ziel des bezahlbaren Wohnungsbaus in Einklang steht. Sie sind oft die ersten, die in schwierigen Zeiten Neubauprojekte absagen.

Oft wird auf die großen Wohnungsunternehmen und das Kapital der Finanzunternehmen verwiesen, das für den Neubau aktiviert werden muss.¹²⁴ Dabei haben diese auch in der Vergangenheit nicht besonders viel Interesse an Neubau gezeigt. Im Vergleich zu den durch den Ankauf von Bestandsimmobilien erworbenen Objekten ist das Gesamtvolumen der Neubauten durch finanzialisierte Wohnungsunternehmen absolut vernachlässigbar geblieben¹²⁵. Die untersuchten Unternehmen haben so kaum zur Erweiterung des Gesamtangebots beigetragen.

Anschaulich wird dies im Risikobericht der Deutsche Wohnen aus dem Jahr 2019. **„Auch ein deutlicher Anstieg des Neubauvolumens kann sich negativ auf die Preisentwicklung auswirken.“**¹²⁶ Die Preissteigerungen sind essentiell für die Wachstumsstrategie der Unternehmen. Hier wird erkenntlich warum Unternehmen, die ihre Rendite durch Bewertungsgewinne steigern, weniger Interesse an echten Neubauoffensiven haben können.

Grundlage ihres Geschäftsmodells ist, entgegen der öffentlichen Selbstdarstellung, nicht die Schaffung von neuem Wohnraum, sondern vielmehr die Knappheit des bestehenden Wohnraums. Es ist deshalb wenig verwunderlich, dass sie beim Wohnungsneubau auch bereits vor der aktuellen Wohnungs- und Immobilienkrise keine großen Zahlen vorzeigen konnten.

¹²¹ Tagesschau, 03.08.2022, 'Vonovia will Wohnungen verkaufen', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023.

<https://www.tagesschau.de/wirtschaft/unternehmen/vonovia-wohnungsverkauf-adler-uebernahme-101.html>

¹²² Handelsblatt, 15.08.2023, 'TAG Immobilien streicht geplante Wohnungsverkäufe', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023.

<https://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/immobilien-tag-immobilien-tritt-von-geplanten-wohnungsverkaeufen-zurueck/29330394.html>

¹²³ Börsen-Zeitung, 10.08.2023, 'LEG hofft auf mehr Verkäufe in der zweiten Jahreshälfte', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023.

<https://www.boersen-zeitung.de/unternehmen-branchen/leg-hofft-auf-mehr-verkaufe-in-der-zweiten-jahreshalfte>

¹²⁴ Panorama, 23.06.2016, 'Wohnungsnot: Rettung durch Großinvestoren?', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023.

<https://daserste.ndr.de/panorama/archiv/2016/Wohnungsnot-Rettung-durch-Grossinvestoren-wohnungsnot176.html>

¹²⁵ Siehe Anhang A4 „Neubau“ für eine Auflistung der fertiggestellten Neubauten der untersuchten Unternehmen.

¹²⁶ Geschäftsbericht Vonovia 2019, S.79.

Im Vergleich von börsennotierten Wohnungsunternehmen und landeseigenen Wohnungsunternehmen in Berlin zeigt sich beispielhaft, ein beachtlicher Unterschied im Bereich Neubau. Bei den landeseigenen Wohnungsunternehmen, kam in den letzten Jahren auf jede aufgekaufte Wohnung fast immer eine neu gebaute Wohnung. Bei Vonovia waren das in den Jahren 2017 bis 2021 für jede neu gebaute Wohnung bis zu 99 aufgekaufte Wohneinheiten (Anhang 3, eigene Berechnungen).¹²⁷ Die anderen börsennotierten Wohnungsunternehmen bauen noch weniger oder gar nicht.

Klar ist, dass Neubau inzwischen für alle Akteur*innen auf dem deutschen Wohnungsmarkt schwieriger ist. Dafür sorgen Vorschriften und Auflagen (Energieeinsparung, Brandschutz etc.) sowie Begrenzungen wie knappes und daher teures Bauland, aber zunehmend insbesondere die Kostensteigerungen durch die Zinserhöhung, Lieferengpässe und Personalmangel.¹²⁸ Neubauwohnungen in Deutschland sind sehr teuer. Ob die Wohnungsunternehmen einen Beitrag zur Lösung der vielfältigen Probleme am Wohnungsmarkt leisten, ist mit Blick in die Vergangenheit zweifelhaft. Impulse für den Neubau sind heute eher noch weniger zu erwarten.

Einer der wichtigsten Gründe für den teuren Neubau – die hohen Bodenpreise – sind nicht durch die aktuelle Krise bedingt. Sie sind tatsächlich eine genuine Folge der Finanzialisierung, wie der nächste Abschnitt erläutert.

4.2 ERHÖHTE KAPITALFLÜSSE MACHEN WOHNRAUM TEURER

Die Finanzialisierung von Wohnraum hat Auswirkungen auf die Preise von Böden, Wohnungen und Mieten. Wohnungen werden immer mehr als renditestarke Geldanlage angesehen. Damit ist nicht die Geldanlage der Familie gemeint, die sich ihren Traum vom Einfamilienhaus verwirklicht, sondern die Anlagen großer Kapitalsammelstellen, die über Milliarden Euro entscheiden. Die Auswirkung auf die Preise ist erstmal einfach: Je höher die Nachfrage nach Immobilien und je mehr Käufer mitbieten, desto höher steigen die Preise.

Wie genau die erhöhten Kapitalflüsse den Immobilienmarkt beeinflussen und welche Konsequenzen sich daraus für die Preise von Böden, Wohnungen und Mieten ergeben, ist bis jetzt allerdings wenig untersucht. In einigen Ländern wie Deutschland liegt dies insbesondere daran, dass die nötigen Daten zum Eigentumsverhältnis nicht ausreichend transparent sind.

Was aber klar ist: Die Präsenz institutioneller Anleger*innen, also Banken, öffentliche Pensionskassen, private Rentenfonds, Stiftungen, Family Offices und

¹²⁷ Für andere börsennotierte Unternehmen, die hier betrachtet werden und Neubau betreiben, konnte aufgrund fehlender Daten oder fehlendem Neubau keine Quote berechnet werden. Für die verfügbaren Daten zum Neubau der betrachteten Unternehmen in Berlin siehe Anhang 3.

¹²⁸ R. Braun und J. Grade, 2023, 'Wohnungsmarktprognose 2023', empirica-Paper Nr. 271, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. https://www.empirica-institut.de/fileadmin/Redaktion/Publikationen_Referenzen/PDFs/empi271rbjag.pdf

Versicherungsgesellschaften auf den Wohnimmobilienmärkten hat in den letzten Jahren erheblich zugenommen.¹²⁹ Eine Untersuchung der Europäischen Zentralbank (EZB) **zeigt nun außerdem, dass die Aktivitäten institutioneller Anleger*innen einen signifikanten Einfluss auf die Preisentwicklung auf dem Wohnimmobilienmarkt haben.** Darüber hinaus zeigt die Studie, dass in Regionen, in denen institutionelle Anleger*innen aktiver sind, die Immobilienpreise in der Regel schneller steigen. Dieser Zusammenhang gilt insbesondere für Regionen in Deutschland.¹³⁰

Es gibt starke Indizien, dass sich diese Flucht ins Betongold auch auf die Baulandpreise auswirkt. So hat sich der Preis für Bauland in München von 1950 bis 2015 um das knapp 400-fache erhöht und macht beim Wohnungsbau oder -kauf heute in München oft 80 Prozent der Gesamtkosten aus.¹³¹

AUSWIRKUNG: DIE PREISE ENTKOPPELN SICH VON DEN LÖHNEN

In Deutschland haben sich in den letzten 15 Jahren die Immobilienpreise von Einkommen und anderen fundamentalen Daten entkoppelt. **Expert*innen der Bundesbank schätzen, dass die Immobilienpreise in den Städten 25 Prozent bis 40 Prozent über dem Niveau liegen, das durch soziodemografische und wirtschaftliche Faktoren gerechtfertigt wäre.** Das Verhältnis von Kaufpreis zu Jahresmiete bei Wohnungen in Städten liegt im Jahresdurchschnitt immer noch rund 30 Prozent über dem langfristigen Durchschnitt und in den sieben Großstädten sogar etwa 40 Prozent darüber.¹³²

Höhere Preise stellen sowohl für potenzielle Käufer*innen als auch für Mieter*innen eine Herausforderung dar. Sie führen nicht nur zu höheren Mieten und Neubaukosten für die größeren Wohnungsunternehmen, sondern machen auch für viele den Traum vom Eigenheim zunichte. Zusammen mit den gestiegenen Baufinanzierungszinsen führt das wiederum zu einer gesteigerten Nachfrage nach Mietwohnungen.

Aus einer wohlfahrtsökonomischen Perspektive betrachtet, sind hohe Preise an sich nicht automatisch ein Problem. Sie können als Preissignale verstanden werden, die zusätzliche Investitionsmittel in den Neubau von Wohnungen lenken könnten. Dieser Mechanismus ist allerdings nur eine theoretische Betrachtung und kein Automatismus, denn **dieser Neubau findet nicht wirklich statt, vor allem nicht im Bereich preiswerter Wohnungen.** Und tatsächlich

¹²⁹ D. Gabor und S. Kohl, 27.01.2023, 'My home is an asset class', The Greens/EFA in the European Parliament, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. <http://extranet.greens-efa-service.eu/public/media/file/1/7461>

¹³⁰ European Central Bank, 2023, 'Financial Stability Review, May 2023', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202305-65f8cb74d7.en.html>

¹³¹ Süddeutsche Zeitung, 22.11.2023, 'Preissteigerung um 39 390 Prozent', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.sueddeutsche.de/kultur/bodenreform-hans-jochen-vogel-mehr-gerechtigkeit-rezension-1.4685469>

¹³² Bundesbank, 2023, 'Monatsbericht – Februar 2023', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/904654/9f38009b7c747cd2013c6200280bc8e4/mL/2023-02-monatsbericht-data.pdf>

können stark steigende Preise insbesondere in den angespannten Wohnungsmärkten der großen Städte Bauaktivitäten einschränken – das zeigt sich auch in der aktuellen Situation. Dazu können hohe Preissteigerungen sogar Leerstand verursachen, wenn sich der kurzfristige Kauf und Wiederverkauf ohne Vermietung lohnt.

Dadurch, dass Städte in ihrer Fläche begrenzt sind, kommt es bei erhöhter Nachfrage nach Bestand oder Neubauwohnungen zu Preissteigerungen. Die Folge der erhöhten Kauf- und Baupreise ist oft, dass die Mieten schneller steigen als das Lohnniveau. So können Menschen immer öfter gezwungen sein, täglich weite Strecken zu pendeln, weil sie sich das Leben in der Stadt nicht mehr leisten können. Mehr Zeit wird für den Arbeitsweg verwendet oder Arbeitskräfte können in den teuren Vierteln ihre Arbeitskraft nicht mehr anbieten.

STEUERSCHLUPFLÖCHER UND KRIMINELLES GELD ERHÖHEN DIE PREISE

Niedrige Zinsen sind nicht der einzige Grund, warum Geld vermehrt in den Immobiliensektor fließt. Es gibt zwei weitere wichtige Motive, die wir hier wegen ihrer extraktiven Wirkung hervorheben wollen: **(1.) Steuerschlupflöcher ziehen institutionelle Kapitalanleger*innen an und (2.) kriminelles und steuervermeidendes Geld wird in Immobilien versteckt.**

Expert*innen haben dies für mehrere europäische Länder analysiert. Deutschlands Steuerschlupflöcher sind ein Attraktivitätsmerkmal für Kapitalanleger*innen.¹³³ Zu den gängigsten Lücken gehören die vollständige Befreiung von Kapitalgewinnen, besondere Steuerfreiheitsgarantien für Fonds und Mieteinnahmen, die niedriger besteuert werden als andere Gewinnarten. Das Problem ist, dass dieses Geld nicht zur Schaffung von neuem Wohnraum beiträgt. Jede Transaktion treibt die Preise und entkoppelt die Mieten weiter von den realwirtschaftlichen Fundamentaldaten. Manche sprechen deswegen von einer Überinvestition.

Das Recherche-Netzwerk Investigate Europe hat Berechnungen zu den Überinvestitionen im Immobiliensektor in Auftrag gegeben. Den Schätzungen zufolge gehen aufgrund von Steuerausnahmen jährlich bis zu 110 Milliarden Euro in Deutschland zu viel in den Immobiliensektor und führen damit zu einer folgenreichen Preissteigerung. Das Geld fließt dorthin, wo es steuerliche Anreize gibt, was in diesem Fall den ohnehin schon überhitzten Immobilienmarkt in Ballungszentren besonders betrifft.¹³⁴

¹³³ H. Schumann et al., 2022, 'Wie Steuerprivilegien die Wohnungsnot vergrößern', Investigate Europe, zuletzt zugegriffen am 02.08.2023. <https://www.investigate-europe.eu/de/posts/steuerprivilegien-wohnungsnot-vergrossern>

¹³⁴ ebd.

BEISPIEL BRIEFKASTENFIRMEN

Besonders in Großstädten gibt es Anzeichen dafür, dass Kapitalanleger*innen und Menschen, die kriminelle Gelder waschen, durch ihre hohe Nachfrage zu Preisanstiegen beitragen. Eine Studie von Wissenschaftler*innen der LMU München und der Universität Kopenhagen untersucht Immobilieninvestitionen durch Briefkastenfirmen auf dem englischen Wohnungsmarkt.¹³⁵ Dabei wurde festgestellt, dass ein Rückgang des Offshore-Immobilienbesitzes in Großbritannien um ein Prozent zu einem Preiserückgang von zwei Prozent führte. Dies deutet auf einen Zusammenhang zwischen Offshore-Investitionen und Preissteigerungen hin. Auch im deutschen Immobilienmarkt wird von einem großem Problem mit Geldwäsche bei Immobilien ausgegangen¹³⁶.

FINANZSTABILITÄT IN GEFAHR

Immobilienmärkte und deren kreditfinanzierte Booms spielen für die Finanzstabilität eine wesentliche Rolle.¹³⁷ Das war auch in der Finanzkrise 2008 zu sehen, als eine Immobilienblase in den USA platzte, weltweit Banken erschütterte und einige zu Fall brachte.¹³⁸ Eine weiter zunehmende Finanzialisierung könnte auch zu neuen Risiken und Instabilität auf dem Wohnungs(finanz)markt führen. Regulierungsbehörden wie die Bundesbank sehen viele Wohnimmobilien als überbewertet an.¹³⁹ Es besteht daher die Gefahr einer neuen Immobilienblase, die in den vergangenen Jahren durch niedrige Zinssätze und hohe Verschuldung angeheizt wurde und zu einer neuen Finanzkrise führen könnte.¹⁴⁰

¹³⁵ N. Johannesen et al., 2022, 'Homes Incorporated: Offshore Ownership of Real Estate in the U.K.', CESifo Working Paper No. 10159, zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4309211

¹³⁶ Transparency International Deutschland e.V., 2018, 'Geldwäsche bei Immobilien in Deutschland', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.transparency.de/publikationen/detail/article/geldwaesche-bei-immobilien-in-deutschland-1>

¹³⁷ C. Buch, 12.11.2019, 'Rede auf dem DVFA Immobilienforum: Die Rolle des Immobiliensektors für die Finanzstabilität', Bundesbank, zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.bundesbank.de/de/presse/reden/die-rolle-des-immobiliensektors-fuer-die-finanzstabilitaet-814682>

¹³⁸ M. Schularick und A. M. Taylor, 2012, 'Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008', American Economic Review vol. 102(2). <https://doi.org/10.1257/aer.102.2.1029>

¹³⁹ C. Buch, 2023, 'Viele Immobilien sind immer noch überbewertet', Bundesbank, zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.bundesbank.de/de/presse/interviews/viele-immobilien-sind-immer-noch-ueberbewertet-914212>

¹⁴⁰ J. Möbert, 13.03.2023, 'Der Häusermarkt könnte die EZB in eine Zwickmühle bringen', DB Research, zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. https://www.dbresearch.de/PROD/RPS_DE-PROD/PROD0000000000527133/Der_H%C3%A4usermarkt_k%C3%B6nnte_die_EZB_in_eine_Zwickm%C3%BChle_.xhtml

5. HANDLUNGSMÖGLICHKEITEN: FINANZIALISIERUNG ZURÜCKDRÄNGEN

Bei der Frage, welche Antworten auf die fortschreitende Finanzialisierung insbesondere in Großstädten zu geben sind, stehen bisher Maßnahmen der Wohnungsbaupolitik, Mietenpolitik und stadtpolitische Vorschläge im Vordergrund. Zu diesen Maßnahmen gehören eine effektive und flächendeckend greifende Mietpreisregulierung¹⁴¹, effektiverer Milieuschutz¹⁴² und die langfristige Bindung von Sozialwohnungen. Diese Maßnahmen sind wichtig für den Schutz der Mieter*innen und können teilweise dazu beitragen, die aufgezeigte Finanzialisierung im Wohnungssektor zu begrenzen. Ebenso wird versucht, den Bau bezahlbarer Wohnungen anzukurbeln.

Klar ist: Es gibt kein einfaches Allheilmittel gegen die fortschreitende Finanzialisierung im Wohnungssektor. Über dreißig Jahre Deregulierung lassen sich nicht per Knopfdruck zurückdrehen. Vielmehr braucht es eine Mischung aus verschiedenen ineinandergreifenden Strategien, um die Finanzialisierung Stück für Stück zurückzudrängen.

Wir diskutieren, wie extraktive Geschäftsmodelle begrenzt werden können (1), welche Maßnahmen ergriffen werden können, um Wohnraum als Anlageklasse weniger attraktiv für Finanzunternehmen zu machen und die explosive Immobilienpreisentwicklung einzuschränken (2) und wie es gelingen kann, Transparenz zu schaffen und soziale Investitionen zu fördern (3).

5.1 AUSBREMSEN EXTRAKTIVER GESCHÄFTSMODELLE

Um die extraktiven Geschäftsmodelle finanzialisierter Wohnungsunternehmen zu unterbinden, sind verpflichtende Lösungen, die auf den gesamten Sektor der Wohnungswirtschaft zielen, am erfolgversprechendsten. Es ist aber auch möglich, die jeweiligen Geschäftsmodelle über viele kleine Reformen unattraktiver zu machen.

WOHNGEMEINNÜTZIGKEIT WIEDEREINFÜHREN

Die Einführung einer „Neuen Wohngemeinnützigkeit“ war ein wichtiges Thema während des Bundestagswahlkampfs 2021 und befindet sich auch im Koalitionsvertrag. Zum Zeitpunkt dieser Veröffentlichung ist allerdings nur ein Eckpunkt Papier des Bundesbauministeriums bekannt.

¹⁴¹ K. A. Kholodilin und S. Kohl, 'Mietpreisregulierung kann ökonomische Ungleichheit senken, hat aber einen Preis', DIW Wochenbericht 12/2022, zuletzt zugegriffen am 25.08.2023.
https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.837522.de/22-12-1.pdf

¹⁴² Berliner Mieterverein, 2022, 'Info 68: Milieuschutzgebiete – Was Mieter wissen sollten', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023.
<https://www.berliner-mieterverein.de/recht/infoblaetter/info-68-milieuschutzgebiete-was-mieter-wissen-sollten.htm>

Inwiefern die Grundidee der alten Wohngemeinnützigkeit verfolgt wird, bleibt unklar.¹⁴³ Klar ist wohl, dass die Reform auf Freiwilligkeit basieren soll. Die Unternehmen dürfen sich also selbst überlegen, ob sie die Form der neuen Wohngemeinnützigkeit wählen. Für die hier untersuchten finanzialisierten Wohnungsunternehmen wäre dies allerdings nur wenig attraktiv, da dies ihr Geschäftsmodell stark einschränken und die erwarteten Ausschüttungen an Eigentümer*innen beziehungsweise Investor*innen unmöglich machen würde. Es ist deshalb nicht zu erwarten, dass die heutigen Wohnungsunternehmen als Ganzes in die Gemeinnützigkeit wechseln würden. Wahrscheinlicher dürfte sein, dass nur bestehende kommunale und genossenschaftliche Wohnungsgesellschaften von der neuen Regelung Gebrauch machen würden. Viel Veränderung am Wohnungsmarkt wäre dann nicht zu erwarten. Es bestünde sogar das Risiko, dass die finanzialisierten Unternehmen nur die unprofitablen Teile ihrer Wohnungsportfolios in die neue Gemeinnützigkeit geben würden, um steuerliche Vorteile zu erhalten. **Um eine größere Wirkung zu erzielen, wäre eine verpflichtende Regelung zur Wohngemeinnützigkeit überlegenswert.**

An dieser Stelle setzt die öffentliche Debatte um die Vergesellschaftung von Wohnungsunternehmen an. Dabei geht es darum, die Wohnungsbestände wieder in eine gemeinnützige Bewirtschaftung zu überführen. Eine Vergesellschaftung ist allerdings nur gegen Entschädigung möglich. In welcher Höhe diese erfolgen muss, war in einer Kommission des Berliner Senats umstritten, nachdem hier ein entsprechender Volksentscheid die Mehrheit erlangte.¹⁴⁴ Bei einer Entschädigung zu aktuellen Preisen müsste sich das Land Berlin massiv verschulden. Die Bundesbank hält die Immobilienpreise in den Großstädten für 25-40 Prozent über ihrem gerechtfertigten Niveau.¹⁴⁵ Zu diesen Preisen zu entschädigen, wäre deshalb wohl ein dankbares Geschenk an die derzeitigen Besitzer*innen. Dazu müssten die kommunalen Wohnungsunternehmen wahrscheinlich auch höhere Mieten verlangen, um die Entschädigung zu finanzieren. Damit die Vergesellschaftung relevante Wirkung entfalten kann, bräuchte es also entweder deutlich niedrigere Immobilienpreise (wobei fraglich ist, ob damit das zu lösende Problem überhaupt noch in gleichem Maße existieren würde). Oder es müsste auf Bundesebene geregelt werden, dass bei einer Vergesellschaftung nur ein mit sozial verträglichen Mieten langfristig erzielbarer Ertragswert, der sogenannte „soziale Ertragswert“, und nicht der Verkehrswert als Entschädigungshöhe herangezogen würde.

¹⁴³ Siehe Abschnitt 2: Die Grundidee ist, die Ausschüttungen der Wohnungsunternehmen zu begrenzen, sie zu verpflichten, ihre Gewinnüberschüsse zu reinvestieren und dafür im Gegenzug Steuerbefreiungen und Förderungen anzubieten.

¹⁴⁴ Expertenkommission zum Volksentscheid, 23.06.2023, 'Abschlussbericht Vergesellschaftung großer Wohnungsunternehmen', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.berlin.de/kommission-vergesellschaftung/downloads/>

¹⁴⁵ Bundesbank, 2023, 'Monatsbericht Februar 2023', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/904654/9f38009b7c747cd2013c6200280bc8e4/mL/2023-02-monatsbericht-data.pdf>

PRIVATE EQUITY UND IHRE IMMOBILIENFONDS REGULIEREN

Private-Equity-Firmen stellen eine besondere Gruppe von Finanzunternehmen im Bereich der Wohnimmobilien dar. Bisher werden Private-Equity-Firmen kaum reguliert. Die 2011 eingeführte europäische Richtlinie „Alternative Fund Managers Directive“ (AIFMD) konzentriert sich hauptsächlich auf die Anleger*innen in Private-Equity-Firmen und schaut kaum darauf, was diese für ein Geschäftsmodell betreiben. Es fehlt eine umfassende Regulierung, die das extraktive Geschäftsmodell dieser Fonds und somit auch ihre problematischen Aktivitäten im Immobilienbereich einschränkt.

Eine Möglichkeit wäre, Private-Equity-Firmen zu verpflichten, für die Schulden ihrer Portfoliounternehmen zu haften. Das würde ihre Strategie weniger attraktiv machen und sicherstellen, dass sie mit ihren schuldenbasierten Geschäftsmodellen verantwortungsvoller umgehen.¹⁴⁶ Weitere Möglichkeiten wären ein Verbot von Schuldenübertragungen sowie verpflichtende Mindeststandards für Eigenkapital, mit dem Unternehmen arbeiten müssen.

Außerdem könnten die Regeln für offene Immobilienfonds, wie sie auch Private-Equity-Firmen aufliegen, verschärft werden. Fonds könnten stabiler gemacht werden, indem sie mehr Kapital und Liquidität vorhalten. Zudem könnten Gebühren oder Beschränkungen bei der Rücknahme von Anteilsscheinen eingeführt werden.¹⁴⁷ Das würde kurzfristige Anstürme von Anleger*innen verhindern, was zu Ansteckungseffekten auf dem Finanzmarkt führen kann. Offene Immobilienfonds könnten so stabiler aufgestellt werden. Weil die Fonds gehindert wären, Risiken für die Finanzstabilität auf die Allgemeinheit abzuwälzen, würde zugleich die Attraktivität solcher Fonds reduziert und damit das Geschäftsmodell eingeschränkt.

Private-Equity-Fonds profitieren insbesondere von Möglichkeiten der Steuervermeidung. Die im nächsten Kapitel beschriebenen Reformen würden das Geschäftsmodell von Private-Equity-Fonds deswegen deutlich einschränken. Zielführend wäre außerdem, bei der globalen Mindeststeuer die Umsatzgrenze herabzusetzen, damit die Steuer auch bei Private-Equity-Firmen greift.

GEWINNVERLAGERUNG VERHINDERN

Gewinne aus Mieteinnahmen müssen in dem Land besteuert werden, in dem die Wohnung liegt. Viele Finanzunternehmen rechnen allerdings Gewinne aus ihrem Immobilienbestand künstlich klein und vermeiden bewusst Steuern. Dafür nutzen sie Holdingunternehmen in Schattenfinanzzentren wie Luxemburg oder Jersey. Dies funktioniert über die Vergabe von sehr

¹⁴⁶ Die US-Senator*innen Pocan und Warren schlagen dies in einem Gesetzesentwurf vor, Vgl. 117th Congress, 20.10.2021, 'H.R.5648 – Stop Wall Street Looting Act', zuletzt zugegriffen 22.08.2023. <https://www.congress.gov/bill/117th-congress/house-bill/5648>

¹⁴⁷ Diese Punkte werden vom internationalen Gremium für Finanzstabilität diskutiert, vgl. Financial Stability Board (FSB), 2022, 'Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress report', zuletzt zugegriffen am 07.09.2023. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P101122.pdf>

hoch verzinsten unternehmensinternen Krediten.¹⁴⁸ Diese Art, Gewinne zu verschieben, sollte 2007 mit der Einführung einer sogenannten Zinsschranke vermieden werden. Da Unternehmen jedoch ihren Immobilienbesitz leicht in kleinere Einheiten aufteilen können, die unter die Freigrenze der Zinsschranke fallen, ist sie nur wenig wirksam.¹⁴⁹ Ein aktueller Gesetzesvorschlag der Bundesregierung will dies nun ändern.¹⁵⁰ Dieser Vorschlag ist zu begrüßen, da er dem Aufsplitten in kleinere Einheiten einen Riegel verschieben würde.¹⁵¹ Allerdings würde die angestrebte Reform an anderer Stelle großzügiger, indem sie die vorherige Freigrenze in einen Freibetrag umwandeln würde.¹⁵² Auch die Höhe eines angemessenen Zinssatzes soll durch das Gesetz festgelegt werden. Diese scheint aber ihr Potenzial nicht zu erfüllen, da die zu großzügige Zinshöhenschranke in vielen Fällen keine Anwendung findet.¹⁵³

KOMMUNALES VORKAUFRECHT

Eine Überführung von Wohnungsbeständen in die öffentliche Hand könnte die Finanzialisierung zurückdrängen. Unterstützen könnte dies die Wiederherstellung des kommunalen Vorkaufsrechts für Kommunen, wie Bauministerin Klara Geywitz es 2022 in einem Gesetzesentwurf vorschlug.^{154 155} Das gäbe Kommunen das Recht, beim Verkauf von Wohnungen andere Interessent*innen zu verdrängen und die Wohnungen selbst zu erwerben, wenn befürchtet wird, dass die Käufer*innen einkommensschwache Bevölkerungsgruppen durch Mietsteigerungen verdrängen. Das Bundesverwaltungsgericht hatte das Vorverkaufsrecht für Kommunen in seiner damaligen Form Ende 2021 ausgesetzt.¹⁵⁶ Angesichts sehr hoher Immobilienpreise und begrenzter öffentlicher Budgets dürfte ein Vorkaufsrecht aber eher

¹⁴⁸ Das funktioniert so: Das Holdingunternehmen gibt der Immobiliengesellschaft einen Kredit und verlangt dafür einen Zinssatz, der deutlich über dem Marktüblichen liegt. Der Gewinn des Wohnungsunternehmens in Deutschland ist somit sehr gering, der Gewinn der Holding im Ausland groß.

¹⁴⁹ C. Trautvetter, 2020, 'Immobilienmärkte (be-)steuern', Netzwerk Steuergerechtigkeit, zuletzt zugriffen am 22.08.2023. https://www.netzwerk-steuergerechtigkeit.de/wp-content/uploads/2021/01/InfoSt_19_Immobilien-besteuern.pdf

¹⁵⁰ Bundesfinanzministerium, 2023, 'Entwurf eines Gesetzes zur Stärkung von Wachstumschancen, Investitionen und Innovation sowie Steuervereinfachung und Steuerfairness', zuletzt zugriffen am 28.08.2023. https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Gesetzestexte/Gesetze_Gesetzesvorhaben/Abteilungen/Abteilung_IV/20_Legislaturperiode/2023-07-17-Wachstumschancengesetz/0-Gesetz.html

¹⁵¹ Netzwerk Steuergerechtigkeit e.V., 2023, 'Stellungnahme zum Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen', zuletzt zugriffen am 28.08.2023. https://www.netzwerk-steuergerechtigkeit.de/wp-content/uploads/2023/07/Stellungnahme_Wachstumschancengesetz-4.pdf

¹⁵² L. Lüdemann und S. Sieber, 2023, 'Reform der Zinsschranke und Einführung der Zinshöhenschranke', Kleeberg, zuletzt zugriffen am 30.10.2023. <https://www.kleeberg.de/2023/09/12/reform-der-zinsschranke-und-einfuehrung-der-zinshoehenschranke/>

¹⁵³ ebd.

¹⁵⁴ Süddeutsche Zeitung, 16.06.2023, 'Spekulant*innen und ihre Freunde', zuletzt zugriffen am 22.08.2023. <https://www.sueddeutsche.de/meinung/kommunales-vorkaufsrecht-mieterschutz-ampelkoalition-klara-geywitz-kommentar-1.5937394?reduced=true>

¹⁵⁵ Spiegel, 16.06.2023, 'Geywitz will kommunales Vorkaufsrecht für Wohnhäuser unbedingt durchsetzen', zuletzt zugriffen am 22.08.2023. <https://www.spiegel.de/wirtschaft/klara-geywitz-will-kommunales-vorkaufsrecht-fuer-wohnaeuser-unbedingt-durchsetzen-a-1057e011-ecd0-4d77-bdb4-3472e5107559>

¹⁵⁶ Bundesverwaltungsgericht, 2023, 'Beschluss vom 05.01.2023 – BVerwG 4 B 26.22'. ECLI:DE:BVerwG:2023:050123B4B26.22.0

punktuell wirken und nur wenig zur Korrektur der generellen Fehlentwicklung am Immobilienmarkt beitragen.

Anders sieht das im Fall eines breiteren Preisverfalls oder bei Pleiten von Wohnungsunternehmen aus. Die Ökonom*innen Daniela Gabor und Sebastian Kohl schlagen deshalb einen europäischen Fonds vor, der vor allem im Fall einer platzenden Immobilienblase aktiv werden und größere Bestände gescheiterter Wohnungsunternehmen übernehmen soll.¹⁵⁷

ZUSCHREIBUNGSPRINZIP BEGRENZEN

Die bilanziellen Bewertungen von finanzialisierten Wohnungsunternehmen können, wie oben gezeigt, in Krisenzeiten beträchtliche Probleme verursachen. Daher ist es besonders wichtig, keine Anreize für eine Geschäftspraktik zu bieten, die allein auf die kurzfristige Steigerung von Unternehmenswerten zielt.

Es sollte überdacht werden, wie die Begrenzung des Zuschreibungsprinzips bei der IFRS-Immobilienbewertung umzusetzen ist. Außerdem sollte das Niederstwertprinzip als grundlegendes Bewertungsverfahren betont werden. Dieses Prinzip gewährleistet eine vorsichtige und nachhaltige Erfassung des Immobilienwerts und vermeidet die Zyklen von Gewinn und Verlust, die sich aus der nach IFRS zulässigen permanenten Neubewertung ergeben.

5.2 ATTRAKTIVITÄT VON WOHNRAUM ALS ANLAGEKLASSE VERRINGERN

Bisher privilegieren steuerliche Sonderregelungen Individuen und Unternehmen, die Immobilien besitzen. Das führt zu steigenden Immobilienpreisen und zu jährlich rund 27 Milliarden Euro weniger in der Staatskasse.¹⁵⁸ Ein Abbau dieser Subventionen würde die Attraktivität von Wohnraum als reine Finanzanlage schmälern und so den Preisdruck auf den Immobilienmärkten verringern.

SHARE DEALS VERBIETEN

Über eine Sonderregelung ist es für Unternehmen bisher möglich, beim Kauf mehrerer Immobilien die Grunderwerbsteuer zu umgehen. Voraussetzung dafür ist, dass die Immobilien, die gekauft werden sollen, in Form eines Unternehmens gehalten werden. Das kaufende Unternehmen erwirbt dann lediglich einen Anteil von knapp unter 90 Prozent der Gesellschaft,

¹⁵⁷ D. Gabor und S. Kohl, 27.01.2023, 'My home is an asset class', The Greens/EFA in the European Parliament, S.79, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. <http://extranet.greens-efa-service.eu/public/media/file/1/7461>

¹⁵⁸ S. Bach und S. Eichfelder, 2021, 'Reform der Immobilienbesteuerung: Bodenwerte belasten und Privilegien streichen', DIW Wochenbericht 27/2021, zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.821121.de/21-27-3.pdf

der die Immobilien gehören.¹⁵⁹ Die übrigen 10 Prozent werden dann in einer Strohfirma, oftmals mit Sitz in einem Schattenfinanzzentrum, geparkt. **So können Wohnungsunternehmen zahlreiche Immobilien kaufen, ohne Grunderwerbsteuer zu zahlen.** Laut einer Schätzung des hessischen Finanzministeriums aus dem Jahre 2016 entgehen dem Staat durch diese steuerliche Bevorteilung von Immobilienunternehmen jährlich bis zu einer Milliarde Euro.¹⁶⁰ Im Gegensatz dazu muss eine Familie beim Kauf einer Wohnung oder eines Einfamilienhauses je nach Bundesland zwischen 3,5 und 6,5 Prozent Grunderwerbssteuer zahlen.

Ein prominentes Beispiel ist hierfür die Übernahme der Deutsche Wohnen durch den Immobilienkonzern Vonovia. Durch eine Beteiligungshöhe von knapp 90 Prozent an der Deutsche Wohnen musste Vonovia keine Grunderwerbsteuer zahlen. Die entgangenen Steuereinnahmen allein von dieser Transaktion werden auf circa eine Milliarde Euro geschätzt.¹⁶¹ Auch in der aktuellen Krise werden bei großen Wohnungsverkäufen wieder Share Deals genutzt.¹⁶² Laut Koalitionsvertrag plant die Bundesregierung Share Deals abzuschaffen¹⁶³, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung ist dies allerdings noch nicht geschehen. Allerdings gibt es bereits Vorschläge für eine Reform aus dem Bundesfinanzministerium.¹⁶⁴

AUSNAHMEN BEI DER ERBSCHAFTS- UND SCHENKUNGSSTEUER ABSCHAFFEN

Wer in Deutschland über 300 Wohnungen als Teil eines Immobilienunternehmens erbt und diese fünf Jahre lang hält, muss das Erbe nicht versteuern.¹⁶⁵ Besitzen Unternehmen mehr als 300 Wohnungen, werden diese als Betriebsvermögen klassifiziert, welches signifikante Steuervergünstigungen genießt.¹⁶⁶ Gegen diese Regelung sprach sich bereits 2017 der

¹⁵⁹ Hintergrund: Die Schwelle für steuerpflichtige Share Deals wurden auf 90 Prozent gesenkt und die Haltedauer auf 10 Jahre erhöht.

¹⁶⁰ Hessisches Ministerium der Finanzen, 2016, 'Finanzminister Dr. Schäfer stößt Reform der Grunderwerbsteuer an', zuletzt zugriffen am 22.08.2023. <https://web.archive.org/web/20210116125718/https://finanzen.hessen.de/pressearchiv/pressemitteilung/finanzminister-dr-schaefer-stoesst-reform-der-grunderwerbsteuer>

¹⁶¹ Immobilien Zeitung, 25.05.2021, 'Grüne: Vonovia könnte dank Share-Deal-Reform Steuern sparen', zuletzt zugriffen am 22.08.2023. <https://www.iz.de/politik/news/-gruene-vonovia-koennte-dank-share-deal-reform-steuern-sparen-1000079629>

¹⁶² Tagesspiegel, 11.09.2023, 'Millionendeal in der Europacity: Adler verkauft 700 Wohnungen', zuletzt zugriffen am 13.09.2023. <https://www.tagesspiegel.de/berlin/millionendeal-in-der-europacity-adler-verkauft-700-wohnungen-in-berlin-10448242.html>

¹⁶³ Sozialdemokratischen Partei Deutschlands (SPD), Bündnis 90 / Die Grünen und Freie Demokratische Partei (FDP), 2021, 'Koalitionsvertrag: Mehr Fortschritt Wagen – Bündnis für Freiheit, Gerechtigkeit und Nachhaltigkeit', zuletzt zugriffen am 22.08.2023. <https://www.bundesregierung.de/resource/blob/974430/1990812/1f422c60505b6a88f8f3b3b5b8720bd4/2021-12-10-koav2021-data.pdf?download=1>

¹⁶⁴ Handelsblatt, 24.07.2023, 'Share Deals und Unit Deals könnten auch steuerpflichtig werden', zuletzt zugriffen am 22.08.2023. <https://www.handelsblatt.com/finanzen/steuern-recht/steuern/immobilienverkauf-share-deals-und-unit-deals-koennten-auch-steuerpflichtig-werden/29269294.html>

¹⁶⁵ C. Trautvetter, 2020, 'Immobilienmärkte (be-)steuern', Netzwerk Steuergerechtigkeit, S. 10, zuletzt zugriffen am 22.08.2023. https://www.netzwerk-steuergerechtigkeit.de/wp-content/uploads/2021/01/InfoSt_19_Immobilien-besteuern.pdf

¹⁶⁶ § 13a ErbStG befreit Betriebsvermögen in einem Umfang von bis zu 26 Mio. Euro vollständig von der Erbschaftsteuer, vgl. C. Fuest et al., 2021, 'Vorschläge für eine Reform der Immobilienbesteuerung', ifo Schnelldienst 12/2012, zuletzt zugriffen am 22.08.2023. <https://www.ifo.de/DocDL/sd-2021-12-fuest-hey-spenkel-immobilienbesteuerung.pdf>

Bundesfinanzhof aus¹⁶⁷, jedoch entschieden sich 2018 das Bundesfinanzministerium und die Länder dazu, dieses Urteil nicht anzuwenden.¹⁶⁸ Eine Abschaffung dieser Sonderregel würde die Bevorzugung von Immobilien gegenüber anderen Vermögenswerten bei der Erbschaftsteuer beenden.

GRUNDSTEUER

Der deutsche Grundsteuersatz ist seit jeher niedriger als in Ländern wie den USA, Großbritannien, Frankreich, Italien oder Dänemark. Ökonomisch und aus siedlungspolitischer Sicht sprechen sich Expert*innen für eine Stärkung der Bodenwertkomponente bei der Grundsteuer aus.¹⁶⁹ Diese könnte die städtischen Ballungsräume stärker besteuern und damit den Geldfluss in diese Gebiete eindämmen. In der jetzigen Form dürfen einzelne Bundesländer von Teilen der neuen Grundsteuer abweichen.¹⁷⁰ Auch nach der Grundsteuerreform besteht die Gefahr, dass die Steuerkosten auf Mieter*innen umgelegt werden können.¹⁷¹ Denkbar wäre es deshalb, die Weitergabe der Grundsteuer in Form von Betriebskosten zu verbieten.

KÜRZUNG DER GEWERBESTEUER FÜR MIETEINNAHMEN AUFHEBEN

Mieteinkünfte profitieren derzeit je nach Ausgestaltung des Wohnungsunternehmens von einer erweiterten Kürzung der Gewerbesteuer. Für Unternehmen mit der Rechtsform der „vermögensverwaltenden Immobilien GmbH“ oder für Kapitalgesellschaften mit Sitz im Ausland entfällt sie sogar ganz. Die letzte Gewerbesteuerstatistik aus dem Jahre 2015 zeigt, dass von dieser Befreiung fast 25.000 Unternehmen mit Einkünften von circa 8 Milliarden Euro profitieren.¹⁷²

¹⁶⁷ Bundesfinanzhof, 2017, 'Urteil vom 24. Oktober 2017', II R 44/15 BStBl 2018 II S. 358.

¹⁶⁸ Oberste Finanzbehörden der Länder, 2018, 'Konsequenzen aus dem BFH-Urteil vom 24. Oktober 2017', S 3821 BStBl 2018 I S. 692.

¹⁶⁹ S. Bach und S. Eichfelder, 2021, 'Reform der Immobilienbesteuerung: Bodenwerte belasten und Privilegien streichen', DIW Wochenbericht 27/2021, zuletzt zugegriffen am 22.08.2023.
https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.821121.de/21-27-3.pdf

¹⁷⁰ Vgl. ebd.: "Baden-Württemberg hat eine reine Bodenwertsteuer beschlossen. Bayern plant eine reine Besteuerung nach der Grundfläche, ohne Berücksichtigung der Boden- und/oder Gebäudewerte"

¹⁷¹ Nach einem Urteil des Bundesverfassungsgerichts musste die deutsche Grundsteuer bis 2025 neu geregelt werden. Die Formel, mit der die daraufhin neu aufgesetzte Steuer berechnet wird, nivelliert derzeitige Umverteilungseffekte zugunsten von billigen Randlagen der Städte weitgehend.

¹⁷² C. Trautvetter, 2020, 'Immobilienmärkte (be-)steuern', Netzwerk Steuergerechtigkeit, S. 15, zuletzt zugegriffen am 22.08.2023.
https://www.netzwerk-steuergerechtigkeit.de/wp-content/uploads/2021/01/InfoSt_19_Immobilien-besteuern.pdf

5.3 MEHR TRANSPARENZ SCHAFFEN UND STANDARDS SETZEN

Die vorherrschende Intransparenz auf dem deutschen Immobilienmarkt führt dazu, dass das gesamte Ausmaß der Finanzialisierung nur schwer quantifizierbar ist. Außerdem wird Steuervermeidung erleichtert und kriminelles Geld in den Sektor geleitet. Mehr Transparenz über die Geschäftspraktiken finanzialisierter Wohnungsunternehmen sowie Mindeststandards könnten dabei helfen, soziale Investitionen in die richtigen Bereiche zu leiten.

EIN TRANSPARENZREGISTER, DAS DEN NAMEN VERDIENT

Ein Transparenzregister mit umfangreichen Informationen zu den Eigentümer*innen könnte Abhilfe schaffen. Das derzeitige Register ist nach Ansicht von Expert*innen lückenhaft und besitzt nicht die benötigte Datenqualität. So können die wahren Eigentümer*innen von Immobilien nicht immer identifiziert werden, da sie über Firmen in Schattenfinanzzentren in komplexen Strukturen agieren.¹⁷³ Außerdem wurde die Öffentlichkeit von der Nutzung des Transparenzregisters im Herbst 2022 ausgeschlossen. Um die Datenqualität sicherzustellen und die Wirksamkeit zu steigern, ist ein offener Zugang enorm wichtig. Die Bundesregierung könnte sich in den laufenden EU-Verhandlungen zur Anti-Geldwäscherichtlinie für ein offenes und leicht zugängliches Transparenzregister einsetzen.

SOZIALE TAXONOMIE EINFÜHREN

Die Einführung einer sozialen Taxonomie auf EU-Ebene könnte dabei helfen, Investitionen in Projekte mit sozialem Mehrwert zu lenken. Ähnlich wie bei der bestehenden grünen Taxonomie muss dafür definiert werden, welche Tätigkeiten zu einem sozialen Ziel beitragen, ohne einem anderen zu schaden. Ähnlich wie ökologisch nachhaltige Investitionen durch die grüne Taxonomie könnten so sozial nachhaltige Investitionen identifiziert und gefördert werden.¹⁷⁴ Dafür müsste genau definiert werden, was ein soziales Investment im Bereich der Wohnungswirtschaft ausmacht.¹⁷⁵ Soziale Aspekte wie gute Instandhaltung, angemessene Mieten, sozialer Wohnungsbau und faire Löhne für die Belegschaft könnten Kriterien für eine gute Bewertung sein. Zuvor diskutierte Praktiken wie Steuervermeidung, Modernisierung statt Instandhaltung, oder Insourcing könnten negativ in die Bewertung einfließen. Dafür müssten die

¹⁷³ J. Miethe et al., 2022, 'The Role of Anonymous Property Owners in the German Real Estate Market: First Results of a Systematic Data Analysis', ifo Schnelldienst 6/2022, zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://www.ifo.de/DocDL/sd-2022-digital-06-miethe-peichl-trautvetter-immobilieninvestitionen.pdf>

¹⁷⁴ Bisher nutzen Finanzunternehmen bereits private ESG-Ratings, um Anleger anzulocken. Ein prominentes Beispiel ist hierfür das GRESB Rating, vgl. Tagesspiegel Background, 03.03.2022, 'Sozialtaxonomie nur für 'Unterfinanziertes'', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023. <https://background.tagesspiegel.de/sustainable-finance/sozialtaxonomie-nur-fuer-unterfinanziertes>

¹⁷⁵ D. Gabor und S. Kohl, 27.01.2023, 'My home is an asset class', The Greens/EFA in the European Parliament, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. <http://extranet.greens-efa-service.eu/public/media/file/1/7461>

Offenlegungspflichten gemäß der Taxonomie auf alle finanzierten Wohnungsunternehmen (auch Private-Equity-Unternehmen) angewendet werden.

Eine ambitionierte EU-Regulierung für ein einheitliches soziales Label könnte so Anreize für Investor*innen und finanzierte Wohnungsunternehmen schaffen, mehr günstige und qualitativ hochwertige Wohnungen anzubieten. Dies funktioniert, wenn Wohnungsunternehmen, die soziale Standards erfüllen, sich günstiger Geld leihen können als Unternehmen, die dies nicht tun. Außerdem wäre es für Kund*innen leichter nachzuvollziehen, ob ein Finanzprodukt sozial nachhaltig ist. Die Expertengruppe der EU-Kommission hat bereits die Zielvorgabe, sogenanntem „Social Washing“ mit einer sozialen Taxonomie vorzubeugen, damit Nachhaltigkeitsratings zuverlässiger werden.¹⁷⁶ Die nächste EU-Kommission sollte damit vorangehen, um sicherzustellen, dass soziale Investitionen nicht weiter gegenüber der ökologischen Taxonomie festgelegten Investitionen benachteiligt werden.

¹⁷⁶ Platform on Sustainable Finance, 2021, 'Draft Report by Subgroup 4: Social Taxonomy', zuletzt zugegriffen am 22.08.2023.
<https://finance.ec.europa.eu/system/files/2021-07/sf-draft-report-social-taxonomy-july2021-en.pdf>

ANHANG

I. WOHNUNGSBESTAND DER UNTERSUCHTEN FINANZIALISIERTEN WOHNUNGSUNTERNEHMEN

Unternehmen	Historie und Unternehmensform	Wohnungsbestand in Deutschland (2022)
Vonovia	Bis 2012 Private Equity, Umbenennung von Deutsche Annington in 2015, Übernahme von Gafgah (2014) ¹⁷⁷ und Deutsche Wohnen (2021)	487.659
LEG Immobilien	Ursprünglicher Wohnungsbestand war bis 2005 gemeinnützig, dann Private Equity, die in Börsengang Anfang 2013 in die LEG übergeben	167.040
Grand City Properties	AG, Gesellschaft ist aus der Übernahme der zypriotischen Grandcity Property Ltd. im Jahr 2012 hervorgegangen	60.441 (Wohnungen in London rausgerechnet)
TAG Immobilien AG	AG	86.914
Heimstaden	AG (Schweden)	29.704
Adler Group	AG (Luxemburg), Fusion mit ADO Properties, Adler Real Estate und Consus Real Estate 2020	26.202 ¹⁷⁸
Covivio	REIT (Frankreich)	40.800
Blackstone	Private Equity	unbekannt (mind. 3.708)
Gesamt		898.760

¹⁷⁷ S. Kofner und K. Jochimsen, 2017, 'Börsennotierte Wohnungsunternehmen als neue Akteure auf dem Wohnungsmarkt – Börsengänge und ihre Auswirkungen', BBSR-Online-Publikation Nr. 01/2017, zuletzt zugegriffen am 21.08.2023. https://www.bbsr.bund.de/BBSR/DE/veroeffentlichungen/bbsr-online/2017/bbsr-online-01-2017-dl.pdf?__blob=publicationFile&v=1

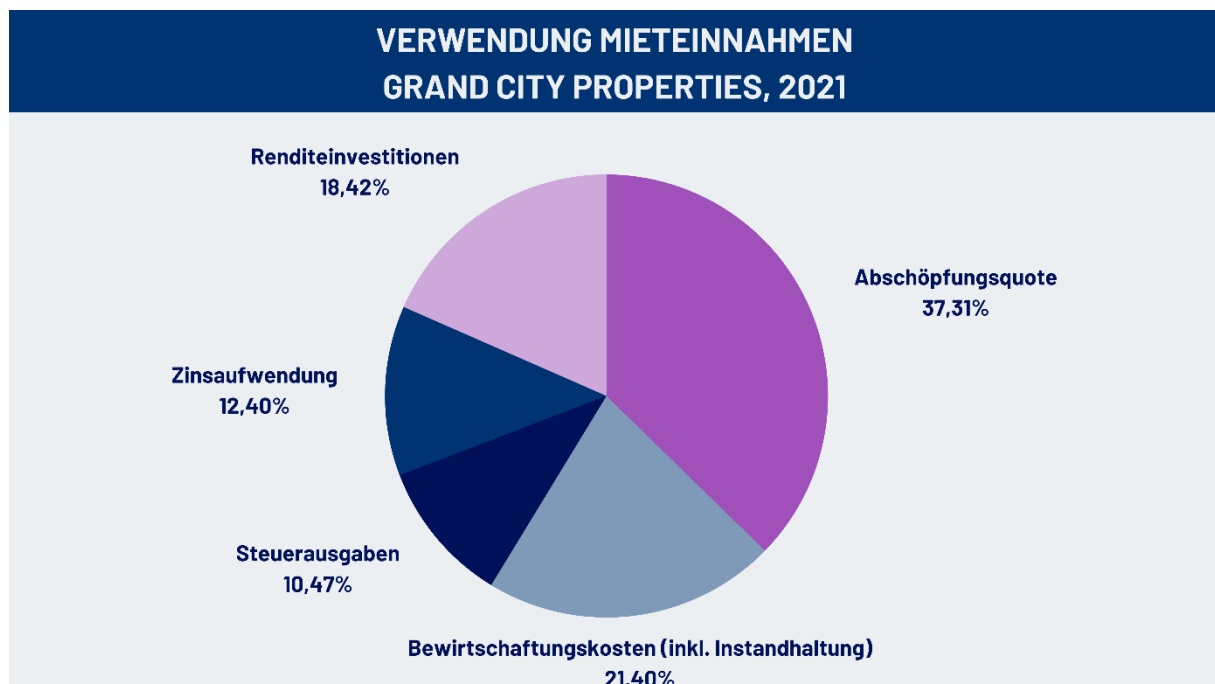
¹⁷⁸ Davon Adler Real Estate: 11.495 Wohneinheiten.

II. ABSCHÖPFUNGSQUOTEN DER UNTERSUCHTEN UNTERNEHMEN (2021)

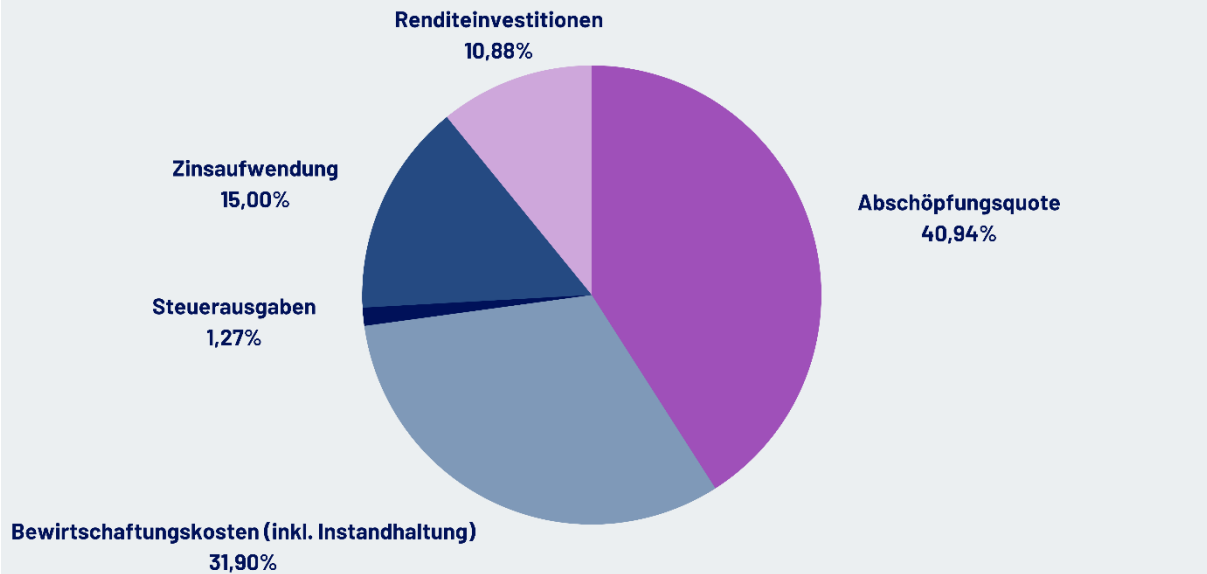
METHODIK

Für die Errechnung der Abschöpfungsquote entnehmen wir aus den Geschäftsberichten der betrachteten Wohnungsunternehmen die Bruttomieteinnahmen, Dividendenzahlungen, laufenden Steuerausgaben, Zinsaufwendungen und Renditeinvestitionen. Für die Abschöpfungsquote dividieren wir die Dividendenauszahlung eines Jahres durch die Bruttomieteinnahmen eines Jahres. Im Falle von Vonovia muss dafür der Anteil des Vermietungsgeschäfts an der Dividende errechnet werden. Dafür kann die Kennziffer Group FFO (Eine Standardkennziffer in der Immobilienwirtschaft, die die zahlungswirksamen Einnahmen nach Abzug der Kosten, aber ohne das Bewertungsergebnisse darstellt) in ein Vermietungs-FFO errechnet werden. Da Vonovia ihre verschiedenen Segmente in ihrer Gewinnrechnung aufteilt, kann der Vermietungs-FFO geschätzt werden. Die restlichen Kennzahlen sind über die verschiedenen Unternehmen größtenteils standardisiert. Bei anderen Akteuren im Wohnungsmarkt (REITs, Private-Equity Fonds und andere) sind diese Zahlen nicht vollständig einsehbar.

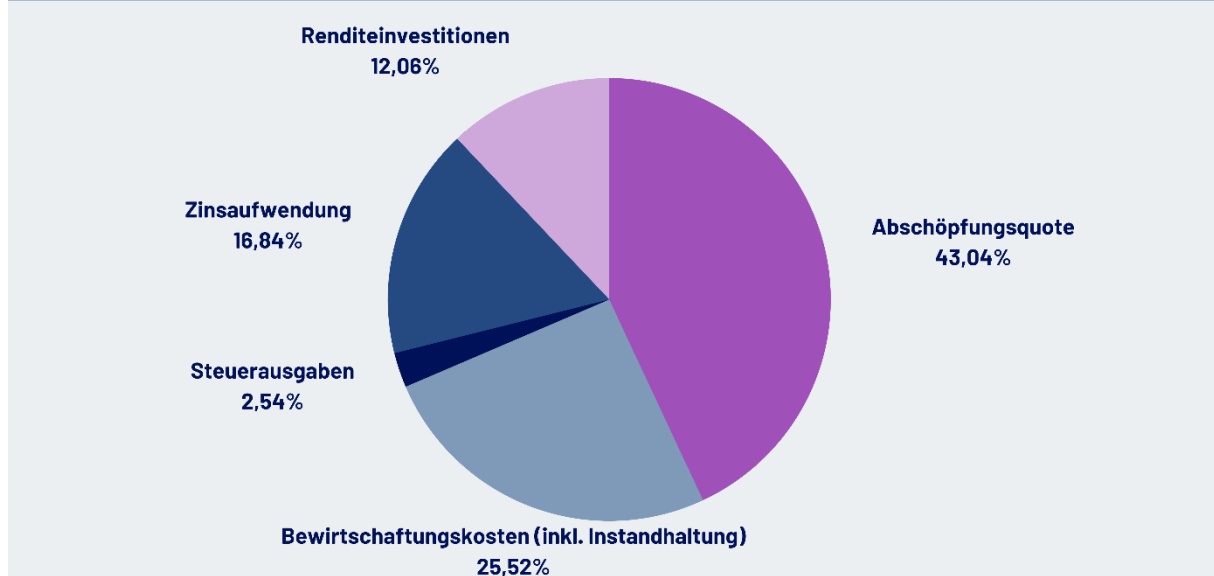
AUFLISTUNG FÜR 2021



VERWENDUNG MIETEINNAHMEN TAG, 2021



VERWENDUNG MIETEINNAHMEN VONOVIA, 2021



ABSCHÖPFUNGSQUOTEN IM ZEITVERLAUF

Abschöpfungsquote	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Vonovia	18,17%	43,04%	41,84%	36,41%	35,96%	35,98%	31,53%
LEG	-	43,69%	39,92%	42,72%	40,16%	36,24%	34,37%
TAG	-	40,94%	40,20%	38,14%	36,31%	31,40%	29,16%
GCP	-	37,31%	37,98%	35,98%	35,23%	36,67%	33,41%
Mittelwert	-	41,25%	39,99%	38,31%	36,92%	35,07%	32,12%

III. ERGEBNISSE DER GESCHÄFTSMODELLANALYSE

Zusammenfassung der Rechercheergebnisse zu Praktiken finanzialisierter Wohnungsunternehmen in Deutschland					
Unternehmen	Moderni- sierungen	Neubau	Insourcing	Bewertungs- gewinne	Steuer- umgehung ¹⁷⁹
Vonovia	x	x	x	x	x
Deutsche Wohnen (bis 2021)	x	x	?	x	?
LEG	x	x	x	x	x
TAG	x	0	x	x	x
Grand City Properties	x	0	0	x	x
Adler Immobilien	x	x (Luxus)	x	x	x
Akelius (ab Ende 2021 Heimstaden)	x	?	x	?	x
Covivio	?	x (Luxus)	?	?	x
Blackstone	x	?	?	?	x
x = ja; 0 = nein; ? = keine Informationen					

¹⁷⁹ Zu den Steuerumgehungen können jegliche Steuervermeidungsstrategien aus Kapitel 3.1 und 3.2 zählen.

IV. NEUBAU

Tabelle A4.1: Neubauquote Vonovia und landeseigene Wohnungsunternehmen (Berlin) ^{180 181}

Neubauquote Vonovia und landeseigene Wohnungsunternehmen (Berlin) ^{182 183}					
	2017	2018	2019	2020	2021
Vonovia – Zukäufe (Gesamtkonzern)	24.847	63.706	23.987	1.711	155.145
Vonovia – Neubau (Gesamtkonzern)	250	1.108	2.092	2.088	2.200
Vonovia – Bestand	346.644	395.769	416.236	415.688	565.334
Landeseigene Berlin – Zukäufe	1.772	3.419	12.121	4.791	3.067
Landeseigene Berlin – Neubau	3.085	2.597	3.902	5.376	3.547
Landeseigene Berlin – Bestand	300.825	306.927	322.916	333.084	339.651

Tabelle A4.2: Neubau Mietwohnungen der untersuchten Unternehmen (deutschlandweit)

Neubau Mietwohnungen der untersuchten Unternehmen (deutschlandweit)							
Unternehmen	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Adler Group (und Adler Real Estate AG)	/	/	/	/	/	/	/
Blackstone	/	/	/	/	/	/	/
Covivio	/	/	/	/	/	/	/
Deutsche Wohnen	/	/	/	/	/	/	368
GCP	/	/	/	/	/	/	/
Vonovia	40	250	585	1.220	1.508	1.751	1.822
LEG	/	/	51	0	38	28	294
TAG	/	/	/	/	/	/	/

¹⁸⁰ Vonovia Geschäftsberichte 2017 – 2021.

¹⁸¹ S. Botzem & B. Busse, 2022, Wirtschaftlich stabil – sozial orientiert Bericht über die wirtschaftliche Lage der sechs landeseigenen Berliner Wohnungsunternehmen im Jahr 2021, zuletzt zugegriffen am 22.08.2023.
https://www.stadtentwicklung.berlin.de/wohnen/wohnraumversorgung/download/WVB-Wirtschaftsbericht-LandesWU_2021.pdf

¹⁸² Vonovia Geschäftsberichte 2017 – 2021.

¹⁸³ S. Botzem & B. Busse, 2022, Wirtschaftlich stabil – sozial orientiert Bericht über die wirtschaftliche Lage der sechs landeseigenen Berliner Wohnungsunternehmen im Jahr 2021, zuletzt zugegriffen am 22.08.2023.
https://www.stadtentwicklung.berlin.de/wohnen/wohnraumversorgung/download/WVB-Wirtschaftsbericht-LandesWU_2021.pdf

Details	
Adler Group (und Adler Real Estate AG)	Die Adler Gruppe hat als einen Teil ihrer Geschäftsstrategie Luxuswohnungen geplant, die sie wiederum als Eigentumswohnungen verkauft. Viele dieser Projekte wurden wegen der Krise gestoppt und werden zum Verkauf gestellt. Geschäftsberichte von 2019 und älter beziehen sich jeweils nur auf das später aufgekaufte Wohnungsunternehmen ADO.
Blackstone	Nicht auf Neubau fokussiert. Keine genauen Angaben zu Neubauprojekten in Deutschland.
Covivio	Keine spezifischen Zahlen zu Mietwohnungsneubau. Laut Strategie bauen sie hauptsächlich Bürogebäude, Micro-Living
Deutsche Wohnen	Vage Angaben in den Geschäftsberichten.
GCP	Keine Angaben zu Neubauprojekten
Vonovia	Die Vonovia hat ihr Neubau-Geschäftssegment (Development) in Wohnungsbau für den eigenen Bestand (to hold), sowie Einheiten (to sell), die an Investor*innen oder direkt an künftige Eigennutzer*innen veräußert werden, aufgeteilt. Die Zahlen hier sind für beide Segmente, da es um die reine Bauleistung geht. Für die Jahre 2017 & 2018 gibt es keine geografische Differenzierung in den Geschäftsberichten der Vonovia.
LEG	Nicht auf Neubau fokussiert
TAG	In Deutschland nicht auf Neubau fokussiert. Die TAG verfolgt nur in Polen eine explizite Neubaustrategie.
Anmerkung: Basierend auf den Geschäftsberichten der jeweiligen Jahre, lassen sich obige Angaben zum Wohnungsbau der finanzierten Unternehmen treffen. Für die meisten Unternehmen lässt sich der Strategie entnehmen, dass sie nicht auf Neubau fokussiert sind. Allerdings werden in vielen Fällen keine expliziten Angaben gemacht. Diese Fälle sind mit „/“ markiert.	