

DOI: 10.5771/0342-300X-2022-3-197

Finanzinvestoren auf dem deutschen Wohnungsmarkt

Unaufhörlich steigende Mieten und Immobilien-Kaufpreise bestimmen hierzulande seit geraumer Zeit die Diskussion über den deutschen Wohnungsmarkt. Mieter*innen-Organisationen und -Bewegungen kritisieren scharf das Geschäftsgebaren der großen finanzmarktbasierten Wohnungsunternehmen, die dabei eine treibende Rolle spielen. Wie sie agieren und welche Strategien sie anwenden, hängt eng mit den Bedingungen zusammen, die ihre Entstehung ermöglichten und ihr Wachstum forcierter. Ohne die neoliberalen Transformationen der Wohnungspolitik hätte die groß angelegte Umwandlung von Wohnungen in eine Finanzanlage nicht stattfinden können.

SUSANNE HEEG

1 Einleitung

Leilani Farha, die ehemalige UN-Sonderberichterstatterin für angemessenes Wohnen, spricht von einer globalen Wohnungskrise als Ergebnis finanzieller Spekulation, die die Preise für das Wohnen in ungeahnte Höhen getrieben habe (Office of the High Commissioner 2019). Das Besondere an der gegenwärtigen Lage ist demnach, dass Wohnungen zu Finanzprodukten geworden sind. Wer mietet, bezahlt mit der Miete einen Preis für Nutzungsrechte an einer Wohnung, weswegen die Rede von Wohnen als Ware begründet ist. Dass inzwischen Finanzinvestoren wie Immobilien-AGs, Pensions-, Private-Equity-, Hedgefonds und Versicherungen Wohnhäuser und Wohnanlagen erwerben, führt aber dazu, dass beim Management der Wohnungen Profitmaximierung zum obersten Prinzip geworden ist und strategisch verfolgt wird. So kommen eine Vielzahl von finanziellen Hebeln, Digitalisierungsstrategien und Managementoptimierungen zum Tragen, um Gewinne auf dem Wohninvestment zu steigern. Hintergrund hierfür ist, dass das Unternehmensziel der Finanzakteure weniger im Feld Wohnen liegt, vielmehr geht es ihnen darum, Shareholder zu bedienen bzw. eine gute Performance auf dem Aktienmarkt hinzulegen oder stabile Einnahmen zu generieren, um – z.B. bei Pensionsfonds – langfristige Zahlungsverpflichtungen zu bedienen.

Mit den Veränderungen sind Wohnungen zu einem Finanzprodukt geworden, bei dem nicht die Qualität des Gegenstands (hier: Wohnungen) zuvorderst wichtig ist, sondern die spekulativen Erwartungen und Gewinne, die damit am Finanzmarkt verbunden sind. Dies rechtfertigt es, von einer Financialisierung des Wohnens zu reden. In Kurzform beinhaltet der Begriff „Financialisierung“ die Annahme, dass sich ein neuer Typus von Kapitalismus durchsetzt, in dem die Finanzmärkte einen wachsenden Einfluss auf die Realökonomie ausüben (Aglietta 2000). Dies geht mit einer zunehmenden Bedeutung von finanziellen Motiven, Finanzmärkten, Finanzakteuren und finanziellen Logiken einher, die die Funktionsweise von nationalen und internationalen Ökonomien verändern (Epstein 2005; Krippner 2005).

Dieser Beitrag verfolgt drei Fragestellungen, um Financialisierungsprozesse im Feld Wohnen zu verdeutlichen: Erstens geht es darum zu erklären, wie der Soziale Wohnungsbau in der Nachkriegszeit – d.h. vor Abschaffung des Wohnungsgemeinnützigkeitsgesetzes 1990 – verwaltet wurde (Abschnitt 2); zweitens soll thematisiert werden, welche Prozesse und Akteure zur Financialisierung beigetragen haben (3); und drittens soll erörtert werden, mit welchen Management- und Verwertungslogiken dies einhergeht (4). Die Aspekte werden mit Bezug auf Deutschland illustriert, aber man könnte stattdessen auch die Niederlande, Österreich, Schweden oder andere Länder heranziehen. Es handelt sich nicht um eine singu-

läre Entwicklung in Deutschland, sondern hierzulande haben – wie in anderen Ländern auch – Finanzmarktliberalisierungen und ein Umbau des Wohlfahrtsstaates zu je spezifischen Veränderungen beigetragen – mit entsprechenden Auswirkungen auf Mieter*innen, aber auch (selbstnutzende) Eigentümer*innen.

2 Wohnungspolitik in Deutschland: der Soziale Wohnungsbau

Selbst die Bundesregierung räumte ein, dass „eine immer stärkere Verflechtung von Kapital- und Immobilienmärkten festzustellen“ sei (Deutscher Bundestag 2017, S. 25). Mangels wertstabilier Investmentalternativen, wie z.B. Aktien, seien inzwischen Immobilieninvestments im Allgemeinen und Wohnimmobilien im Besonderen als Kapitalanlage sehr beliebt. Diese Feststellung verweist auf Veränderungen im Feld des Wohnens im Verlauf von mehr als 60 Jahren.

In der Nachkriegszeit war der öffentliche Wohnungsbau ein Ansatzpunkt, um sowohl die drängende Wohnungsnot aufgrund von Kriegszerstörungen und Zuwanderung zu beseitigen als auch Wirtschaftsförderung zu betreiben. Als langfristiges Ziel wurde in §1 des Zweiten Wohnungsbaugesetzes von 1956 die Unterstützung weiter Kreise der Bevölkerung bei der Schaffung von Eigentum benannt. In diesem Sinne drehten sich große Teile des Gesetzes um eine geordnete Erstellung von Wohnraum im Eigentum, aber tatsächlich war der Bau von steuerlich geförderten Mietwohnungen lange Zeit wichtiger. Bis 1970 wurde der größte Anteil des neuen Sozialwohnungsbaus von gemeinnützigen und öffentlichen Wohnungsunternehmen in der Form von Mietwohnungen erbracht. Bis Mitte der 1980er Jahre kehrte sich jedoch das Verhältnis zwischen freifinanziertem und Sozialem Wohnungsbau um (Duvigneau/Schönefeldt 1989, S. 12, 17f.; Peters 1984, S. 318). Dieser Verlauf verweist darauf, dass der Soziale Wohnungsbau lange Zeit der zentrale, aber nicht unumstrittene Pfeiler einer sozialorientierten Wohnungsversorgung¹ war (Holm et al. 2017).

Um die soziale Wohnungsbaupolitik nicht zu sehr in Widerspruch zur Eigentumspolitik zu bringen, unterlag die Sozialbindung im sozialen Wohnungsbau einer zeitlichen Beschränkung (Becker 1978, S. 53). Denn auch wenn der Soziale Mietwohnungsbau in den Nachkriegsjahren die gelebte Realität war, so war das ideologische Fundament der Wohnungsbaupolitik die Förderung von Eigentumserwerb (Becker 1981). Einen Gegenpol – zumindest in den frühen Jahren der Bundesrepublik – stellten die Gemeinnützigen Wohnungsunternehmen dar. So formulierte Paul Lücke, der Bundesbauminister im Kabinett Adenauer, auf dem Verbandstag rheinischer Wohnungs-

unternehmen am 9.12.1958: „überall dort, wo der freie Wettbewerb und das freie Spiel der Kräfte nicht ausreicht, um die Marktwirtschaft im Wohnungswesen sozial zu gestalten, müssen die Unternehmen tätig werden, die zwar marktwirtschaftlich denken und handeln, die aber rechtlich und tatsächlich mit ihrem ganzen Vermögen und ihrer gesamten Geschäftstätigkeit sich sozialpolitischen Zielen widmen.“ (zit. n. Peters 1984, S. 254) Kennzeichen der Gemeinnützigen Wohnungsunternehmen war demnach, dass sie sich dem Gemeinwohl verpflichteten und im Konfliktfall nicht das Erwerbsstreben, sondern öffentliche Aufgaben Maßstab des Handelns sein sollten (ebd., S. 268ff.). Ein zentraler Grundsatz wurde darin gesehen, dass ihre Leistungen den Bevölkerungskreisen zugutekommen sollten, die sich keine eigene Wohnung leisten konnten. Dazu sollte – so wurde festgelegt – das Vermögen zugunsten sozialer Aufgaben verwendet, die Gewinnausschüttung auf 4 % der Kapitaleinlagen beschränkt und das gemeinnützige Wohnungseigentum nicht spekulativ verwertet werden. Die Kostenmiete sollte so kalkuliert werden, dass die Mieten die realen Kosten abbildeten, aber mit einer Deckelung nach oben versehen wurde. Weiterhin sollten die Bewohner*innen eine gute Wohnqualität sowie eine angemessene Wohnunggröße erhalten. Insgesamt war das Ziel, einen Gegenpunkt zu spekulativen Wertungen zu setzen. Im Gegenzug dazu wurden Gemeinnützige Wohnungsunternehmen von der Körperschaft-, Gewerbe- und Vermögensteuer befreit.

Versuche der Demontage dieses Systems der gemeinnützigen Wohnungsversorgung gab es ab den 1970er Jahren von drei Seiten: erstens von privatwirtschaftlichen Wohnungsunternehmen, die in den Gemeinnützigen Wohnungsunternehmen eine vom Gesetzgeber begünstigte Konkurrenz sahen; zweitens von Industrieunternehmen, deren Werkwohnungsbau gemeinnützig verfasst war, die aber eine Aufhebung der Gewinnbeschränkungen forcierten, um das in Wohnanlagen gebundene Kapital verwerten zu können (Peters 1984, S. 272ff.), und drittens von politischen Parteien, die in einem freien Markt das Allheilmittel zur Lösung der Wohnungsfrage sahen. Die Angriffe erreichten in den 1980er Jahren einen Höhepunkt mit der Folge, dass die Kohl-Regierung zum 1. Januar 1990 die Gemeinnützigkeit abschaffte. Damit war es nicht mehr möglich, Mietwohnungen per Gesetz dauerhaft preislich zu binden (Holm et al. 2017; Hunger 2017).

Die Aufhebung der Wohnungsgemeinnützigkeit war der Startschuss für die fundamentale Reorganisation des Wohnungssektors (vgl. Novy 1990). Vor allem in den 1990er Jahren wurden Teile des Wohnungsbestandes oder

¹ Zwar suggeriert die Bezeichnung „Sozialer Wohnungsbau“, dass damit soziale Ziele einhergehen, doch verwies Becker (1977, 1978) bereits in den 1970er Jahren darauf, dass der Soziale Wohnungsbau ein Verwertungsmodell war, das legale und versteckte Gewinnmöglichkeiten beinhaltete.

gleich komplette Wohnungsunternehmen verkauft, um entweder – im Falle der Städte – die Verschuldung zu reduzieren oder – im Falle der Unternehmen – sich auf Kernkompetenzen zu konzentrieren. Der Verkauf des jahrelang mit öffentlichen Mitteln unterstützten gemeinnützigen Wohnungsbau bestand das Einfallstor für Finanzmarktakteure dar.

Diese Akteure nutzten die Erwerbungen, um die Deregulierungsrenten des gemeinnützigen Wohnungsbau einzustreichen (ebd., S.36). Unter „Deregulierungsrenten“ versteht Novy die Differenz zwischen vorher jahrelang mit öffentlichen Mitteln auf vergleichsweise niedrigem Niveau subventionierten Mieten und den in der Regel höheren Marktmieten, die von den neuen Eigentümer*innen nun gefordert werden konnten. Insgesamt bedeutete die Entbindung von der Pflicht zur Kostenmiete, der eingeschränkten Dividendenausschüttung sowie die Mobilisierbarkeit der bis dahin stiftungähnlich gebundenen stillen Reserven willkommene Zusatzerlöse für die neuen Eigentümer*innen. Die niedrigen Mieten wurden trotz anfänglicher Sozialverträge über kurz oder lang an Marktmieten herangeführt und konnten mit neuen Managementstrategien noch angehoben werden. Dazu wurden Maßnahmen zur Optimierung der Gewinne (z.B. durch Reduzierung der Beschäftigtenzahlen, Reduzierung der Mieter*innenbetreuung, Rationalisierung der Verwaltung, Aufschub notwendiger Instandhaltungen) und zur Erhöhung der Mieten (z.B. durch Modernisierungsmaßnahmen gemäß § 555 BGB) umgesetzt. Für Mieter*innen bedeutete dies in der Regel einen großen Sprung bei den Mietbelastungen. Aber nicht nur finanzmarktorientierte Wohnungsunternehmen, sondern auch viele öffentliche Wohnungsunternehmen gingen dazu über, den verbliebenen Wohnungsbau nach Marktprinzipien zu managen, wenngleich die Mieten bis heute meist nicht das Niveau der Mieten von finanzmarktorientierten Wohnungsunternehmen erreicht haben.²

Eine Voraussetzung dafür war die oben beschriebene Deregulierungspolitik, die für finanzmarktorientier-

te Akteure Wohnungsmärkte kalkulierbarer machte, da mit der Gemeinnützigkeit wichtige Wettbewerber*innen vom Markt verschwanden. Eine andere Bedingung bestand darin, dass es finanzmarktorientierten Akteuren durch Deregulierungen des Finanzmarkts überhaupt erst im großen Maßstab möglich wurde, in Wohnimmobilien als Geschäftsfeld einzusteigen. Dies wird im nächsten Abschnitt ausgeführt.

3 Finanzialisierung von Wohnen in Deutschland

In Deutschland erfolgte in den 1990er Jahren mit Verweis auf die Herausforderungen und Chancen, die die Weltwirtschaft biete, eine Liberalisierung und Deregulierung der Wirtschaft (Lütz 2002). Dies beinhaltete vor allem eine Förderung und Dynamisierung des heimischen Kapitalmarkts, die mithilfe von vier Finanzmarktförderungsgesetzen zwischen 1990 und 2002 umgesetzt wurde. Im Zuge dessen wurden schrittweise die Geschäftsmöglichkeiten von Kapitalanlagegesellschaften ausgedehnt, Investitionsmöglichkeiten für Immobilienfonds innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums und später weltweit geschaffen und neue Fondstypen wie Altersvorsorge-, Sondervermögen-, Dach- und Index-Fonds zugelassen. Im Zuge dieser Deregulierungen wurde eine Vielzahl von finanzmarktbasierten Anlagemöglichkeiten und neuen Akteursstrukturen im Immobilienbereich wichtig: Real Estate Investment Trusts (REITs), Immobilien-AGs, Real Estate Private Equity Fonds (REPE), ImmobilienSpezialfonds sowie offene und geschlossene Immobilienfonds, die aufgrund unterschiedlicher Risiko-, Steuer-, Gewinn- und Rückgabemöglichkeiten ein breites Feld von Anlagebedürfnissen und -wünschen bedienen (Dörry/Heeg 2009).³ Zugleich wurden neue Finanzierungsstrukturen

2 Die Untersuchung von Franke et al. (2021, S.40ff.) zeigt, wie stark sich die Mietpreise zwischen sozial gebundener und kommunalem Wohnungsbau einerseits und dem freifinanzierten Bestand andererseits unterscheiden. Zur letzteren Kategorie gehören auch große Teile des Bestandes der finanzmarktorientierten Wohnungsunternehmen.

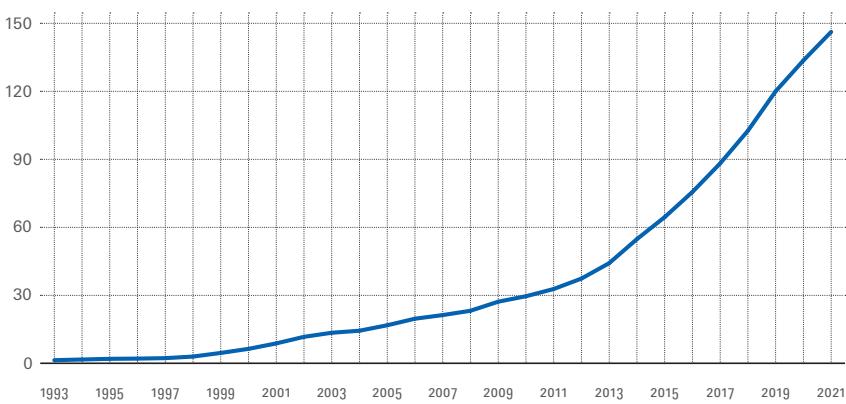
3 REITs und Immobilien-AGs sind börsennotierte Kapitalsammelstellen für Anlagen im Immobiliensektor und stellen eine Verknüpfung zwischen dem Kapitalmarkt und der Immobilienwirtschaft her. Der Unterschied zwischen den beiden Formen von Aktiengesellschaften besteht vor allem in unterschiedlichen Einschränkungen des Geschäftsfeldes (Anteil des Geschäfts mit Liegenschaften und Beteiligungen, Höhe der Ausschüttung des Gewinns an Aktionär*innen etc.) sowie steuerlichen Vorgaben. – Real Estate Private Equity (REPE) umfasst im breiteren Sinne

alle Finanzierungsformen, bei welchen Immobilien oder nicht-börsennotierte Immobilienfirmen durch REPE-Fonds erworben werden. REPE verfolgen meist eine opportunistische Anlagestrategie mit vordefinierter Laufzeit, d.h. diese Anlagestrategie schließt dauerhafte, auf regelmäßiges Einkommen fokussierte Strategien (sogenannte Core-Strategien) häufig aus. – Immobilienfonds werden in der Regel unterschieden in Offene Immobilien-Publikumsfonds, die sich an das gesamte Anlegerpublikum (überwiegend Privat-, aber auch institutionelle Anleger*innen) wenden, und in Immobilien-Spezialfonds, die eigens für nicht natürliche Anleger (z.B. Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerke, Stiftungen, Banken und sonstige Unternehmen) aufgelegt werden. Die dritte Kategorie sind geschlossene Fonds, in die eine begrenzte Anzahl von Anleger*innen Kapital anlegen, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zu investieren. Geschlossene Fonds gleichen einer Unternehmensbeteiligung.

ABBILDUNG 1

Fondsvermögen der Immobilien-Spezialfonds in Deutschland,**1993–2021**

Angaben in Milliarden Euro



Quelle: Kapitalmarktstatistiken der Deutschen Bundesbank 1993–2020, S. 47 bzw. S. 59,
Statistisches Beiheft 2 zum Monatsbericht sowie Investmentfondsstatistik 2021, S. 7

WSI Mitteilungen

(verschiedene Formen von Mezzanine-Kapital⁴) zugelassen oder reformiert (Pfandbriefe). Erstmals wurden in Deutschland Hedge-Fonds erlaubt.

Insbesondere US-amerikanische Hedge- (aber auch Private-Equity-) Fonds erwarben ab der Jahrtausendwende öffentliche Wohnungsbestände, die im großen Maßstab von Bund, Ländern, großen Industrieunternehmen, Städten und Kommunen verkauft wurden (Heeg 2013). Von den USA und Großbritannien ausgehend begannen diese Hedge-Fonds in den 1990er Jahren zu wichtigen Finanzmarktakteuren zu werden, die sich im Vergleich zu vielen Fondsinstrumenten durch risikante Anlagestrategien und geringe Regulierungen auszeichnen (Fichtner 2013, S. 359). Insgesamt wurde mit dem breiten und vielfältigen Angebot an finanzmarktbasierten Anlagemöglichkeiten das verfügbare Investitionskapital für Immobilien erhöht. Große institutionelle Anleger wie Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerke etc. nutzten neue Finanzinstrumente wie das Fondsinvestment, um indirekt in Immobilien zu investieren. So wurde es möglich, ohne eigenes Immobilien-Knowhow von Immobilieninvestments zu profitieren. Ein Beispiel dafür sind Immobilien-Spezialfonds, deren seit 2010 stark angestiegenes Fondsvermögen die Attraktivität dieser Anlageform für institutionelle Investoren belegt (Abbildung 1).

Hedge-Fonds und Private-Equity-Fonds begannen um die Jahrtausendwende verstärkt in öffentliche Wohnungsbestände in Deutschland zu investieren. Auch die Investitionen in Büro-, Logistikgebäude und Einzelhandelsimmobilien nahmen nach dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000 stark zu. Bei der Suche nach neuen aussichtsreichen Anlagen setzte ein Run auf Immobilien ein, der

dazu führte, dass sich Investoren selbst für Bürogebäude in problematischem Zustand und ohne Mieter*innen interessierten. Dieser Überschwang fand mit der weltweiten Finanzkrise 2007/08 ein Ende, als viele Investoren ihr Kapital aufgrund von instabilen Finanzierungsmodellen wieder abzogen. Tatsächlich erfolgten in nicht unerheblichem Maße Konkurse der REPE-Wohnungsunternehmen und offenen Immobilienfonds, die ihr Geschäftsmodell aufgrund von nicht mehr gegebenen Finanzierungsbedingungen⁵ aufgeben mussten (Botzem/Dobusch 2012). Dies setzte eine Kettenreaktion in Gang, in deren Verlauf sich finanzmarktorientierte Investoren aus den Immobilieninvestitionen in Deutschland zurückzogen. In der zweiten Welle, um die es im Folgenden gehen soll, erfolgte wieder ein Run auf Immobilien.

Diese zweite Welle hängt erneut mit krisenhaften Entwicklungen zusammen. Im Zuge der Finanzkrise 2007/08 waren große Teile der EU von geringem und zum Teil negativem Wirtschaftswachstum geprägt. Um gegenzu-steuern, wurde das Zinsniveau auf ein historisch niedriges Niveau abgesenkt, um damit das Investitionskapital günstig zu machen. Mit Wirkung zum 16. März 2016 sank der Leitzins auf historisch tiefe 0,0 Prozent. Seit März 2015 kauft die Europäische Zentralbank im großen Stil Staatsanleihen und seit 2016 auch Unternehmensanleihen. In der Corona-Pandemie wurde das Kaufprogramm bislang zwei Mal ausgedehnt: Zu den im März 2020 zur Verfügung gestellten 1,35 Bio. € kam im Dezember 2020 eine weitere Erhöhung um 500 Mrd. € für Ankaufvorgänge (Zydra 2021).

Mit dieser Geldschwemme war die Erwartung verbunden, dass das billige Geld über Geschäftsbanken in der Form von Krediten bei Verbraucher*innen und Unternehmen ankommt. Absicht war, Investitionen und private Nachfrage anzuregen, um die Phase geringen Wachstums zu beenden. Insgesamt ist gegenwärtig viel Kapital im Umlauf, für das nach ertragreichen Anlagen gesucht wird. In einer Situation, in der ein Mangel an profitablen, aber relativ sicheren Anlagemöglichkeiten besteht und zugleich Staatsanleihen und Aktien an Attraktivität verlieren, haben Immobilien an Ansehen gewonnen (Wealthcap Kapitalverwaltungsgesellschaft 2021, S. 12). Sie ver-

4 Mezzanine-Kapital umfasst Finanzierungsarten, die rechtlich und wirtschaftlich eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital darstellen. Diese Kapitalanlageform zeichnet sich dadurch aus, dass sie gesetzlich weniger stark reguliert ist als beispielsweise die Aktianlage (z.B. bieten sie flexiblere Laufzeiten, Kündigungsmöglichkeiten, Verzinsungs-, Gewinn- und Verlustregelungen oder Rückzahlungsmodalitäten).

5 Dies bedeutet hier vor allem, dass kurzfristige Finanzierungen, die ein integraler Bestandteil des Finanzierungsmodells institutioneller Investoren waren, wegen abnehmen- den Vertrauens in die Finanzstabilität nicht mehr erhältlich waren (vgl. Martin 2011; Deutschmann 2008).

sprechen zurzeit ein geringes Risiko und vergleichsweise akzeptable Renditen (Thomeczek 2021). Immobilien nehmen in dieser Situation also eine doppelte Rolle ein: Zum einen sind sie attraktiv, da ihre durchschnittlichen Renditen aktuell über dem Zinsniveau liegen; zum anderen können Immobilien eine relativ sichere Anlage sein, wenn sie bestimmte Lage-, Qualitäts- und Vermietungskriterien aufweisen. Institutionelle Investoren wie Sparkassen, Versicherungen, Kirchen oder Stiftungen entwickelten nach der Finanzkrise eine hohe Nachfrage nach Immobilienanlagen, sodass Fondsdiensleister – nachdem für deren Immobiliengeschäftsfeld nach der Krise Pessimismus vorherrschte – sich neu aufstellen konnten. So verzeichnete die Deka, der Fondsdiensleister der Sparkassen, im Jahr 2013 das erste Mal seit der Finanzkrise wieder ein Einlagenplus, das vor allem auf das Anlageinteresse institutioeller Kunden im Immobiliensektor zurückzuführen war (o. V. 2013).

Innerhalb Europas wird Anlagesicherheit seit einiger Zeit stark mit dem deutschen Immobilienmarkt verbunden, was sich in den Zahlen zu Transaktionen von Wohn- und Wirtschaftsimmobilien zeigt. So stieg das jährliche Immobilien-Transaktionsvolumen vom Tiefpunkt nach der Finanzkrise 2009 von 13,4 Mrd. € auf 89,5 Mrd. € im Jahr 2019 als dem bislang höchsten Transaktionsvolumen aller Zeiten. In diesem Zeitraum nahmen Wohn-Portfolioinvestitionen von 3,3 Mrd. € (2009) auf 20,3 Mrd. € (2020) stetig zu (Schulz-Wulkow/Drygalski 2021, S. 8). Diesen Daten zufolge verlief die Zunahme von Wohn-Portfolioinvestitionen weitgehend parallel zur Zunahme der Investitionssummen in Wohn- und Wirtschaftsimmobilien insgesamt. Daten des zentralen Gutachterausschusses Deutschlands lassen aber darauf schließen, dass in den letzten Jahren ein zunehmender Anteil in Wohnimmobilien investiert wurde: Von den Immobilien-Investitionen – insgesamt 269 Mrd. € im Jahr 2018 – entfielen 67 % auf den Kauf von Wohn- und nur 28 % auf Wirtschaftsimmobilien (AK OGA 2019, S. 21).⁶

Dieser Trend wird auch von Schulz-Wulkow/Drygalski (2021, S. 25) bestätigt. Nach deren Analysen überholen Investitionen in Wohnimmobilien die in andere Immobilienarten. Gründe für das starke Investitionsinteresse in Wohnimmobilien der institutionellen, aber auch privaten Anleger*innen sind niedrige Zinsen bzw. gute Finanzierungsbedingungen, eine niedrige Arbeitslosigkeit, aber vor allem ein Mangel an wertstabilen Investmentalternativen sowie das Vertrauen darauf, dass Mieten und Kaufpreise aufgrund der Wohnungsnot noch lange weiter steigen werden. Insgesamt ist also der Finanzmarkt für Immobilieninvestitionen wichtiger geworden: Dahinter steht die Etablierung bzw. Durchsetzung neuer Akteur*innen. Der Preis von Wohnimmobilien ist im Zuge dessen stetig gestiegen und schlägt sich in Mietsteigerungen nieder: Es sind die Mieter*innen, die die Preissteigerungen über höhere bzw. steigende Mieten zahlen müssen.

4 Räumliche und Verwertungslogiken im Management des Bestandes

Was bedeutet aber die oben beschriebene Veränderung von Akteursstrukturen auf dem Feld des Wohnens? Und was bedeutet dies in Bezug auf finanzielle Logiken und Motive der Finanzialisierung? Die neuen Akteure sind das Ergebnis veränderter Finanzierungsmöglichkeiten im Immobilienbereich, und sie haben dazu beigetragen, neue Management- und Verwertungslogiken zu etablieren, die mit einem ständigen Abwägen hinsichtlich der Wertpotenziale und einem selektiven Verkauf einhergehen (Kofner/Jochimsen 2017; Unger 2018). Aber trotzdem sind ihre Verwertungsstrategien nicht identisch: So haben beispielsweise Spezial- oder Pensionsfonds meist längerfristige Anlagehorizonte, während REPE oder Hedgefonds eine Tendenz haben, ihren Bestand danach zu durchleuchten, welche Immobilien profitabel veräußert oder abgestoßen werden können. Die an der Börse gelisteten Aktiengesellschaften zeigen eine große Bandbreite von Investitionsstrategien. So neigen z.B. die Unternehmen Noratis oder Franconofurt dazu, aufgekaufte Immobilien durch Investitionen in die Haustechnik und Wohnungsmobilisierung aufzuwerten und danach weiterzuverkaufen oder in Fonds zu integrieren. Auch Unternehmen wie Vionova oder LEG durchforsten ihren Bestand danach, ob Immobilien gehalten oder verkauft werden sollen. Wenn die Immobilien den räumlichen und objektbezogenen Anforderungen entsprechen, dann besteht die Tendenz, sie zu halten. Aber auch hier unterliegt die Tendenz „zu halten“ einer ständigen Bewertung der Immobilien, ihrer Lage und ihrer Wertsteigerungspotenziale, um dementsprechend zu verkaufen oder zu halten.

Unterschiede liegen darin, dass beispielsweise Vionova als das größte deutsche Wohnungsunternehmen das Ziel hat, in Schwarmstädte zu investieren, d.h. in Städte, die von Zuwanderung und einem jungen Publikum (Studierende, junge Berufstätige) geprägt sind. Zudem erwerben sie größere, zusammenhängende Bestände. Demgegenüber kauft Noratis in kleineren Städten wie Neuruppin, Königslutter oder Zweibrücken oder in Randlagen großer Städte. Ziel ist die Modernisierung des Gebäudebestandes, um rasche Mietsteigerungen zu erzielen. Das Unter-

6 Die Datengrundlage beider Berichte ist unterschiedlich. Bei Schulz-Wulkow/Drygalski werden nur Wohn-Portfolioinvestitionen, d.h. indirekte Investitionsmöglichkeiten in der Form von Fonds, Zertifikaten, Aktien etc., erfasst. Die Daten des Gutachterausschusses beziehen sich zum einen auf Geldumsätze allgemein, d.h. es geht um direkte Anlagen, und zum anderen sind weitere Immobilienarten wie z.B. Agrar- und Forstimmobilien inbegriffen. Für Daten des Gutachterausschusses zu Vorjahren siehe Arbeitskreis (2009, S. 111ff.).

nehmen, das sich Mieter*innen gegenüber als Partner vor Ort bezeichnet (Noratis 2019, S. 3), brüstet sich mit einer 63-prozentigen Erhöhung der Bruttomiet-Einnahmen von 2018 auf 2019 (d. h. nach 7,9 Mio. € 2018 wurden 2019 12,9 Mio. € erzielt) (ebd., S. 10).⁷ Franconofurt setzt demgegenüber auf den Geschosswohnungsbau in Großstädten, aber hat ebenso private Wohnhäuser in Randlagen im Blick. Auch hier gilt, dass die Immobilien optimiert, d. h. mit Blick auf Mietsteigerungspotenziale modernisiert und danach entweder verkauft oder in Fonds integriert werden (Rose 2010). Insgesamt deutet sich eine Arbeitsteilung unter den Unternehmen an.

Aber auch Vonovia hat im Jahr 2018 unter anderem 3000 Wohnungen und Gewerberäume in Zwickau an das ZBI Fondsmanagement verkauft, um das eigene Portfolio zu stärken (vgl. Franke 2021). Insgesamt ist ein reger Handel mit Wohnimmobilien vor allem in kleineren Städten zu erkennen. Im Zuge dessen hat das Universum der Standorte, in denen finanzmarktorientierte Investoren aktiv geworden sind, eine enorme Ausdehnung erfahren. Aber es sind nicht nur neue, zusätzliche Standorte auf der Investitionslandkarte aufgetaucht, sondern ein weiteres Charakteristikum der Finanzinvestoren sind Wachstumsbestrebungen, die sich in Übernahmen anderer Wohnungssunternehmen ausdrücken, sodass eine kleinere Zahl von Unternehmen über sehr große Bestände verfügt. Auch wenn Deutschland das Land der privaten Kleinanbieter*innen von Mietwohnungen ist (vgl. Franke et al. 2021, S. 12), verfügen einzelne finanzmarktorientierte Anbieter*innen wie z. B. Vonovia oder LEG in bestimmten Ruhrgebietsstädten über eine beträchtliche Marktmacht. Da Vonovia inzwischen die Mehrheit der Aktien der Deutschen Wohnen übernommen hat, wird Vonovia auch in Berlin eine wichtige Position auf dem Wohnungsmarkt haben.

In allen Fällen gilt aber, dass eine effiziente Verwaltung und Verwertung des liquiden und Immobilienvermögens das oberste Ziel ist. Die verschiedenen indirekten Anlageformen stehen als „Sammelstellen“ für die Einlagen des Publikums (d. h. der Anleger*innen) in harter Konkurrenz zueinander; dazu versprechen sie hohe Renditen, die sie auch erbringen müssen, um weiter anlagesuchendes Kapital einsammeln zu können. Steigende Dividenden und Kursgewinne sind die Parameter des Erfolgs.

Bezogen auf den Wohnungsmarkt ist das aber nicht harmlos. Die Finanzinvestoren zielen auf eine ständige Er-

höhung der Einnahmen aus den Immobilien. Vor allem in den Anfangsjahren rund um die Jahrtausendwende machten sich die Finanzinvestoren einen schlechten Namen als Vermieter, da sie Miete kassierten, aber kaum Instandhaltungsmaßnahmen oder Renovierungen durchführten. Für die Mieter*innen setzte sich dies in steigende Mieten und eine abnehmende Wohnqualität um (Landtag Nordrhein-Westfalen 2013; Bernt et al. 2017). Nach der Finanzkrise 2007/08 wurde das Geschäftsmodell allmählich verändert. Zwar wurde weiterhin das sog. „Hartz-IV-Geschäftsmodell“⁸ angewandt, aber mehr und mehr Finanzinvestoren begannen, Modernisierungen umzusetzen, da diese ermöglichen, die Miete in kurzer Zeit stark zu steigern. Auch Verwaltungsautomatisierungen und -optimierungen wurden umgesetzt, um mit weniger Beschäftigten und einer Standardisierung der Abläufe steigende Renditen für die Anleger*innen zu erzielen (Trautvetter/Bonczyk 2019, S. 5ff.). In der Regel geht dies mit einer ausgedünnten Verwaltung und sehr eingeschränkter Zugänglichkeit für Fragen und Probleme der Mieter*innen einher, was zu Gefühlen der Hilflosigkeit und des Ausgeliefertseins beiträgt. Dabei spielt eine Digitalisierung der Verwaltung, die das Verhältnis zu Mieter*innen automatisiert und den Einsatz von Inkassounternehmen beinhaltet, eine große Rolle (für die USA vgl. Fields 2019; für Deutschland vgl. Unger 2018). Mieter*innen fühlen sich als denkende und handelnde Subjekte nicht wahrgenommen.

Dabei ist die Gefahr gegeben, dass die konkrete Immobilie bei der Fixierung auf Kursentwicklungen nebensächlich wird. Für Fondsmanager ist zentral bzw. vorrangig, die Rendite eines Immobilienpaketes zu optimieren, um potenziellen Anleger*innen positive Signale und Anreize zur Investition zu geben. Die Eigentümer*innen von Anteilscheinen, Aktien etc. wiederum haben ein abstraktes Verhältnis zu Mieter*innen: Sie kennen weder einzelne Immobilien noch Mieter*innen. Aus diesem anonymen und abstrakten Verhältnis kann ein Dominanzverhältnis entstehen, das sich über Zahlen herstellt, denn in letzter Instanz ist der Kurswert einer Anlage entscheidend. Die Fondsmanager*innen müssen das Optimierungs- bzw. Wertsteigerungspotenzial der Immobilien erkennen und heben, um so die Erträge zu steigern. Sie dürfen sich um den Preis des Zurückfallens gegenüber Wettbewerber*innen keine Gelegenheit für eine Erhöhung des Profits entgehen lassen. Das heißt, die Logik der Finanzmärkte legt

-
- 7 Wie diese Erhöhung erzielt wurde, wird im Geschäftsbericht nicht thematisiert, aber aller Wahrscheinlichkeit nach nicht nur durch Mieterhöhungen in diesem Umfang in den einzelnen Wohnungen, sondern auch durch eine Verringerung des Leerstandes, Zukäufe und andere Maßnahmen.
- 8 Das „Hartz-IV-Geschäftsmodell“ beruht darauf, dass der Wohnungsbestand von den neuen Eigentümern nicht instand gehalten wurde. Obwohl dies zu sich verschlechternden Wohnbedingungen führte, erwies sich die Strate-

gie wirtschaftlich als erfolgreich, da Städte ihre Hartz-IV-Bezieher*innen in den ehemals öffentlichen Wohnungen einquartierten. Aber auch andere Gruppen wie Geringverdiener*innen oder Alleinerziehende waren aufgrund ihrer eingeschränkten Marktchancen auf diesen Wohnungssektor angewiesen. Das Geschäftsmodell beinhaltete also kaum bzw. keine Investitionen in den Bestand, aber sichere Einnahmen, die von der öffentlichen Hand und be nachteiligten Haushalten garantiert wurden.

eine deutliche Orientierung an Tauschwerten und nicht an Gebrauchs- werten nahe. Schlussendlich ist es zweitrangig, um was es sich handelt – ob Wohnung oder Kaugummi; wichtig ist die Rendite, die sich aus dem Investment ergibt. Das daraus resultierende Problem liegt auf der Hand: Menschen können gegebenenfalls auf Kaugummis verzichten, nicht jedoch auf eine Wohnung.

In dem Rahmen der Ausrichtung an Tauschwerten und Profiten erhalten spezifische Praktiken eine hohe Relevanz, die sich in Rankings, Financial Reportings, Valuation etc. ausdrücken und Deutungs- und Handlungsweisen finanzieller Investitionsumwelten konstituieren. Diese Praktiken liegen dabei zahlenbasierte und technisierte Kalkulationen zugrunde, womit eine Fähigkeit zur unabhängigen Ermittlung und gewünschten Austarierung von Rendite-Risiko-Profilen sowie Rationalität und Präzision angezeigt werden sollen (Bläser 2017, S.75). Dabei obliegt den Kalkulationen die Funktion, Investitionen zu lenken, indem Anforderungen formuliert werden. Gibt es – wie gegenwärtig – in den sog. A-Standorten, d.h. den innerstädtischen Bereichen von Metropolen und Großstädten, nicht genügend Angebote, dann wird versucht, den Blick der Kapitalgeber*innen bzw. Anleger*innen auf andere Standorte zu richten (ebd., S.104). Damit erklärt sich auch, warum inzwischen auch kleinere Städte stark ansteigende Mieten zu verzeichnen haben.

5 Ausblick

Wohnungen stellen inzwischen Anlagesphären dar, um Geld zu parken und Gewinne für Shareholder zu generieren. Aber nicht nur Wohnungen, sondern weitere Elemente der gebauten Umwelt wie Büros, Brücken, Straßen, Krankenhäuser, Studierendenwohnheime, Kindergärten etc. sind zur beliebten Anlage von institutionellen Investoren geworden. Dies gilt nicht nur für Deutschland, sondern weltweit. Wohnungen bzw. der Wohnungsmarkt stehen gegenwärtig im Mittelpunkt eines historischen Strukturwandels und transformieren sich zu einem wichtigen Speicher für nationales, unternehmerisches und individuelles Vermögen. Darauf verweist die Zunahme von globalen Wohninvestments (Hyett/Sellers 2020) mit tiefgreifenden Folgen für diejenigen, die auf angemessenen Wohnraum angewiesen sind. Finanzialisierung und die damit einhergehenden Verwertungslogiken bedeuten für Mieter*innen nichts Gutes. ■

LITERATUR

- Aglietta, M.** (2000): Ein neues Akkumulationsregime. Die Regulationstheorie auf dem Prüfstand, Hamburg
- AK OGA (Arbeitskreis der Oberen Gutachterausschüsse, Zentralen Geschäftsstellen und Gutachterausschüsse in der Bundesrepublik Deutschland)** (Hrsg.) (2019): Immobilienmarktbericht Deutschland 2019, Oldenburg
- Arbeitskreis der Gutachterausschüsse und Oberen Gutachterausschüsse in der Bundesrepublik Deutschland** (Hrsg.) (2009): Immobilienmarktbericht Deutschland 2009. Zahlen, Daten, Fakten der Gutachterausschüsse in der Bundesrepublik Deutschland für den Berichtszeitraum 01.01.2007–31.12.2008, Oldenburg
- Becker, R.** (1977): Wer verdient an den Sozialmieten? Versteckte Gewinne für den Hauseigentümer in der Kostenmiete, in: arch+ (32), S.52–57
- Becker, R.** (1978): Wer finanziert den sozialen Wohnungsbau? Das „Umverteilungsmodell“ im sozialen Wohnungsbau: Wie der Mieter dem Vermieter bei der Vermögensbildung hilft, in: arch+ (39), S.53–58
- Becker, R.** (1981): Grundzüge der Wohnungspolitik in der BRD seit 1949, in: arch+ (57/58), S.64–68.
- Bernt, M. / Colini, L. / Förste, D.** (2017): Privatization, Financialization and State Restructuring in Eastern Germany: The Case of Am Südpark, in: International Journal of Urban and Regional Research 41 (4), S. 555–571
- Bläser, K.** (2017): Ermessensraum. Zur kalkulatorischen Hervorbringung von Investitionsobjekten im Immobilieninvestmentgeschäft, Bielefeld
- Botzem, S. / Dobusch, L.** (2012): Dienstleister der Finanzialisierung: Fragmentierte Organisation und kalkulierte Profite in der Immobilienwirtschaft, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 64 (4), S.673–700
- Deutscher Bundestag** (2017): Dritter Bericht der Bundesregierung über die Wohnungs- und Immobilienwirtschaft in Deutschland und Wohngeld- und Miettenbericht 2016. Unterrichtung durch die Bundesregierung, BT-Drs. 18/13120, Berlin
- Deutschmann, C.** (2008): Die Finanzmärkte und die Mittelschichten. Der kollektive Buddenbrooks-Effekt, in: Leviathan 36 (4), S.501–517
- Dörry, S. / Heeg, S.** (2009): Intermediäre und Standards in der Immobilienwirtschaft: Zum Problem der Transparenz in Büromärkten von Finanzzentren, in: Zeitschrift für Wirtschaftsgeographie 53 (3), S.172–190
- Duvigneau, H. J. / Schönefeldt, L.** (1989): Wohnungspolitik und Wohnungswirtschaft in der Bundesrepublik Deutschland. Untersuchung im Auftrag der Kommission Wohnen und Städtebau des Bundes der Familienorganisationen in der Europäischen Gemeinschaft, Köln
- Epstein, G. A.** (2005): Financialization and the World Economy, Cheltenham
- Fichtner, J.** (2013): Hedge Funds: Agents of Change for Financialization, in: Critical Perspectives on International Business 9 (4), S.358–376
- Fields, D.** (2019): Automated Landlord: Digital Technologies and Post-crisis Financial Accumulation, in: Environment and Planning A, DOI: 10.1177/0308518x19846514
- Franke, J.** (2021): Zunahme des Verkaufsvolumens von Mietwohnungsbeständen im Jahr 2020. Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR): BBSR-Analysen Kompakt 07/2021, Bonn
- Franke, J. / Lorenz-Hennig, K. / Hohn, B. / Ostermann, F.** (2021): Privatwirtschaftliche Unternehmen und ihre Wohnungsbestände in Deutschland. Ergebnisse einer BBSR-Befragung. Hrsg. v. Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR), Bonn
- Heeg, S.** (2013): Wohnungen als Finanzanlage. Auswirkungen von Responsibilisierung und Finanzialisierung im Bereich des Wohnens, in: sub\urban. Zeitschrift für kritische Stadtforschung 1 (1), S.75–99
- Holm, A. / Horlitz, S. / Jensen, I.** (2017): Neue Wohnungsgemeinnützigkeit. Voraussetzungen, Modelle und erwartete Effekte. Rosa-Luxemburg-Stiftung: Studien 5/2017, Berlin
- Hunger, B.** (2017): Für und Wider Wohnungsgemeinnützigkeit, in: Schöning, B. / Kadi, J. / Schipper, S. (Hrsg.): Wohnraum für Alle?! Perspektiven auf Planung, Politik und Architektur, Bielefeld, S.153–164
- Hyett, S. / Sellers, K.** (2020): Global Prime Residential Forecasts 2020. Savills Research: Impacts January 2020, https://www.savills.com/impacts/ImpactsJan20_update/Savills_Impacts_Prime_Resi_v2.pdf (letzter Zugriff 08.02.2021)
- Kofner, S. / Jochimsen, K.** (2017): Börsennotierte Wohnungsunternehmen als Anbieter von Mietwohnungen. Hrsg. v. Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR), Bonn
- Krippner, G. R.** (2005): The Financialization of the American Economy, in: Socio-Economic Review 3 (2), S.173–208
- Landtag Nordrhein-Westfalen** (Hrsg.) (2013): Abschlussbericht der Enquete-Kommission „Wohnungswirtschaftlicher Wandel und neue Finanzinvestoren auf den Wohnungsmärkten in NRW“ (Enquetekommission I), Drucksache 16/2299, Düsseldorf
- Lütz, S.** (2002): Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten: Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA, Frankfurt a.M.
- Martin, R.** (2011): The Local Geographies of the Financial Crisis: From the Housing Bubble to Economic Recession and beyond, in: Journal of Economic Geography 11(4), S.587–618
- Noratis** (2019): Investiert in Wohnen. Geschäftsbericht 2019, Eschborn
- Novy, K.** (1990): Gewinner und Verlierer im Kampf um die Deregulierungsrenten. Skizzen zur wohnungspolitischen Lage in der Bundesrepublik, in: Norton, A. / Novy, K. (Hrsg.): Soziale Wohnungspolitik der 90er Jahre. Probleme aus britisch-deutscher Sicht, Basel u. a.O., S.29–46

- Office of the High Commissioner** (2019): Housing is a Human Right, not just a Commodity, Geneva/New York
- o.V.** (2013): Deka fließt Geld zu, in: Frankfurter Rundschau v. 22.08.2013, S.18
- Peters, K.-H.** (1984): Wohnungspolitik am Scheideweg. Wohnungswesen, Wohnungswirtschaft, Wohnungspolitik, Berlin
- Rose, C.** (2010): Spezialimmobilienfonds. Franconofurt bringt 300-Mio.-Euro-Fonds, Immobilien Zeitung v. 25.03.2010
- Schulz-Wulkow, C. / von Drygalski, P.** (2021): Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt 2021. Ernst & Young Real Estate GmbH, https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/de_de/news/2021/01/ey-trendbarometer-immobilien-investment-markt-2021.pdf (letzter Zugriff: 20.09.2021)
- Thomeczek, H.** (2021): Versicherer mühen sich mit der Immobilienquote ab, Immobilien Zeitung v. 11.03.2021, S.1
- Trautvetter, C. / Bonczyk, S.** (2019): Profitmaximierer oder verantwortungsvolle Vermieter? Große Immobilienunternehmen mit mehr als 3000 Wohnungen in Berlin im Profil. Rosa-Luxemburg-Stiftung: Studien 3/2019, Berlin
- Unger, K.** (2018): Mieterhöhungsmaschinen. Zur Finanzialisierung und Indus-

trialisierung der unternehmerischen Wohnungswirtschaft, in: PROKLA (191), S.205–225

Wealthcap Kapitalverwaltungsgesellschaft (Hrsg.) (2021): Future Asset Allocation. Resilienz in der institutionellen Anlage, Grünwald

Zydra, M. (2021): Zu früh für höhere Zinsen. Die EZB bleibt auf Kurs: Sie kauft für Billionen Anleihen und hält den Leitzins niedrig, in: Süddeutsche Zeitung v. 23.04.2021, S.19

AUTORIN

SUSANNE HEEG, Professorin für Geographische Stadtforschung, Institut für Humangeographie, Goethe Universität Frankfurt a. M. Forschungsschwerpunkte: Finanzialisierung, gebaute Umwelt in Städten, Globalisierung.

@ heeg@geo.uni-frankfurt.de