

KNUT UNGER, DANIEL ZIMMERMANN

## VONOVIA & CO.: DIE PARTY IST VORBEI

ZUR AKTUELLEN KRISE DER FINANZIALISIERTEN WOHNUNGSWIRTSCHAFT

Nach einem Jahrzehnt starken Wachstums der Immobilienfinanzanlagen zeichnet sich spätestens seit Frühjahr 2022 eine Krise der bisherigen Geschäftsmodelle ab. Im Folgenden werden einige Elemente der aktuellen Krisenentwicklung sowie die Reaktionen des größten börsennotierten Wohnungsunternehmens – der Vonovia SE<sup>1</sup> – dargestellt.

### ABSTURZ AUS GROSSER FALLHÖHE

Die Aktie des Branchenführers Vonovia SE notierte zu ihrer besten Zeit im September 2020 über 58 Euro – am 13. Oktober 2022 waren es unter 20 Euro. Dieser Zusammenbruch folgt auf einen Höhenflug, der mit der zeitweisen Zurückdrängung der Finanzkrise 2008 ff. einsetzte. Der Kollaps der seit den 1970er-Jahren deregulierten und seit den 1990er-Jahren finanzierten Ökonomie konnte damals nur durch umfassende «Rettungspakete» auf Kosten der öffentlichen Haushalte, durch Austeritätsprogramme zulasten peripherer EU-Länder und die massive Ausweitung der Geldschöpfung eingedämmt werden. Extrem niedrige Leitzinsen begünstigten ein von der Produktiv- und Massenkaufkraftentwicklung weithin entkoppeltes Wachstum von Finanzanlagen, insbesondere in Immobilien und damit verbundene Aktien. In der Folge kam es global und auch in den deutschen Ballungsräumen zu einer starken Steigerung der Immobilienpreise und Mieten, die den Reallohnen davongaloppierten. Die Dividenden und Aktienkurse der Immobilienkonzerne schienen unaufhörlich zu steigen. Die Verfügbarkeit billigen Kapitals ermöglichte eine Großübernahme nach der anderen und führte zu einem Schub mietensteigernder Modernisierungen. Der Neubau zu bezahlbaren Mieten konnte nicht mithalten. Die Krise des bezahlbaren Wohnens spitzte sich immer mehr zu.

Von den Corona-Lockdowns waren die Vermietungskonzerne im Unterschied zu zahlreichen anderen Branchen nicht betroffen. Auf Kosten der Masseneinkommen und der öffentlichen Sozialleistungen konnten Vonovia & Co. auch in den Jahren 2020 und 2021 starke Miet- und Gewinnsteigerungen erzielen.

Ab Ende 2021/Anfang 2022 änderte sich die Situation. Durch den Krieg in der Ukraine und den folgenden Wirt-

schaftskrieg wurde die bereits erhöhte Inflation über die explodierenden Energiepreise weiter angetrieben. Die US-Notenbank FED reagierte im März 2022 mit einer ersten Anhebung des Leitzinses und stellte weitere Erhöhungen in Aussicht. Das beeinflusste auch das Zinsniveau in Europa: Zinsen auf Bundesanleihen und Baukredite zogen an. Seit Sommer 2022 erhöhte die Europäische Zentralbank die Leitzinsen mehrfach. Die Finanz- bzw. Kapitalmärkte reagierten schon im Vorfeld: Die Kurse der Immobilienaktien fielen seit Jahresbeginn 2022 kontinuierlich und im Vergleich zum DAX und MDAX überdurchschnittlich stark.

Die Kombination aus sinkenden Aktienkursen und steigenden Zinsen schränkt die bisherigen Finanzierungs- und die Wachstumsmöglichkeiten der Wohnungskonzerne stark ein und setzt eine Reihe sich selbst verstärkender Krisentendenzen in Gang. Zwar liegen die «organischen» Mietsteigerungen mit 3,3 Prozent auf dem bisherigen Niveau.<sup>2</sup> Dies reicht aber bei Weitem nicht aus, um den Verlust an günstigen Finanzierungsoptionen auszugleichen. Die Wohnungskonzerne befinden sich im Alarmzustand.

### INFLATION

Die Vonovia ist in der Bewirtschaftung (Verwaltung und Instandhaltung), der Modernisierung und beim Neubau von Wohnungen mit steigenden Kosten konfrontiert. Durch die besonders stark gestiegenen Baukosten sinkt die Rentabilität von Neubauten und Modernisierungsmaßnahmen.

<sup>1</sup> Die Vonovia SE ist 2015 aus der Fusion der börsennotierten Deutschen Annington SE mit der ebenfalls börsennotierten Gagfah S.A. hervorgegangen und hat 2021 die Deutsche Wohnen SE übernommen. Sie besaß im April 2022 über 565.000 Wohnungen in Deutschland, Schweden und Österreich, beschäftigte nahezu 16.000 Menschen und schätzte ihren Immobilienwert auf fast 100 Mrd. Euro. <sup>2</sup> Vonovia SE: 9M 2022 Earnings Call, 4.11.2022, S. 28.



Steigende Energiekosten beeinträchtigen das Geschäft nur in geringem Maße direkt, da die Energiekosten der Wohnungen von den Mieter\*innen zu tragen sind. Vonovia selbst hat daher darauf hingewiesen, dass sie die Inflation im operativen Bereich kaum trifft. Ihren Investor\*innen rechnete sie vor, dass nur ein Prozent Mieterhöhung reiche, um fünf Prozent Inflation auszugleichen. Das liegt daran, dass Vonovia – auch eigenen Angaben zufolge – nicht einmal ein Viertel der Mieteinnahmen für reale Bewirtschaftungskosten ausgibt.<sup>3</sup> Risiken ergeben sich eher aus der schwindenden Zahlungsfähigkeit der Mieter\*innen, insbesondere nach zu erwartenden horrenden Heizkostenabrechnungen. Es könnte vermehrt zu Zahlungsverzögerungen und -ausfällen kommen. Es verwundert daher kaum, dass sich die Vonovia für höheres Wohngeld und weitere staatliche Unterstützung, ja sogar für erhebliche Lohnsteigerungen starkmacht.<sup>4</sup>

Die mittelbaren Effekte der Inflation, die sich auf der Kapitalmarktseite zeigen, sind weit bedeutender. Bei hoher Inflationsrate verlieren die Dividenden-Renditen der börsennotierten Wohnungswirtschaft für längerfristig orientierte Anleger\*innen an Attraktivität.

## ZINSEN

Die Immobilienbranche finanziert sich mit reichlich Krediten und Anleihen und ist dadurch äußerst zinsabhängig. Wo vor Kurzem noch mit Zinsen um ein Prozent kalkuliert werden konnte, werden nun drei bis vier Prozent aufgerufen. Neubau und Modernisierung lohnen sich aus Investorensicht oftmals nicht mehr – folglich investiert Vonovia im kommenden Geschäftsjahr deutlich weniger.

Noch bedeutsamer ist aber folgender Umstand: Die umfangreichen Kredite, mit denen die Vonovia und ihre Vorgängerinnen ihre Expansion finanziert haben, müssen über die nächsten Jahre zurückgezahlt werden. Jährlich sind 3,7 bis 5 Milliarden Euro zu refinanzieren (siehe Abb. 1). Zehn Jahre lang konnten die alten Kredite durch günstigere neue abgelöst werden. Die eingesparten Zinsen trugen in erheblichem Maße zu den Gewinnsteigerungen der Konzerne bei.<sup>5</sup> Nun hat sich diese Entwicklung umgekehrt. Vonovia schließt die Neuaufnahme von Krediten aus.<sup>6</sup> Müssen die Verbindlichkeiten aber aus den laufenden Einnahmen sowie den Erlösen aus Immobilienverkäufen beglichen werden, stehen diese nicht mehr für mietsteigernde Modernisierungen, Instand-

haltungen, die Wohnungsverwaltung und die Dividendenausschüttung zur Verfügung.

Nicht weniger dramatische Auswirkungen hat die Zinswende für die Immobilienbewertung. Vonovias Unternehmenswert besteht zu 90 Prozent aus Immobilien. Deren bilanzieller Bewertung liegen nach internationalen Standards (IFRS/IAS) geschätzte Verkehrswerte («beizulegende Zeitwerte») zugrunde, die in einem hypothetischen Verkaufsfall erzielt würden. Dafür wird mit Prognosen zur künftigen Mietenentwicklung, der Inflations- und eben auch der Zinsentwicklung gearbeitet. Es gilt die Faustformel: je höher Inflation und Zinsen, desto niedriger der Immobilienwert. Bereits geringfügige Abweichungen von nur 0,25 Prozentpunkten führen zu Abwertungen in Milliardenhöhe.

Daher gehen die Bemühungen der Vonovia dahin, die bilanziellen Werte trotz aller aktuellen Marktwidrigkeiten als realisierbar darzustellen. Im Halbjahresbericht 2022 wurden sogar weitere Bewertungsgewinne ermittelt (siehe Abb. 2). Doch der Gegenwind durch Inflation, Zinserhöhungen, Wirtschaftspresse und die Entwicklung bei anderen Immobilienunternehmen<sup>7</sup> ist massiv. Als Gegenmittel versucht die Vonovia nun tatsächliche Verkäufe zu präsentieren, deren Erlöse die hohen Buchwerte bestätigen.

Sollten die Buchwerte der Immobilien trotzdem stark abgewertet werden müssen, würde eine negative Spirale in Gang gesetzt, die das Fortbestehen des Konzerns in jetziger Form infrage stellen würde. Die Abwertung würde zur Verminderung der geschätzten Vermögenswerte und mithin des bilanziellen Eigenkapitals führen, während die tatsächlich zu bedienenden Schulden weiterhin erhalten blieben. Eine steigende Verschuldungsquote könnte die Bedingungen für gegebenenfalls notwendige neue Kredite zusätzlich verschlechtern und wirft zudem das Problem auf, dass bereits begebene Anleihen an bestimmte Verschuldungsquoten geknüpft sind. Sinkende Buchwerte dürften zudem die Preise bei der geplanten umfangreichen Veräußerung von Wohnungsbeständen drücken (siehe dazu weiter unten) und somit das Bemühen konterkarieren, dringend benötigte liquide Mittel einzutreiben.

<sup>3</sup> Vonovia SE: Q1 2022 Earnings Call, 5.5.2022. <sup>4</sup> Radomsky, Stephan: «Die Löhne müssen steigen, und zwar spürbar», Süddeutsche Zeitung, 24.9.2022. <sup>5</sup> Vgl. Leykam, Monika: Harte Landung für deutsche Wohn-AGs, Immobilien Zeitung, 4.8.2022. <sup>6</sup> Vonovia SE: H1 2022 Earnings Call, 3.8.2022. <sup>7</sup> Die LEG Immobilien SE hat in ihrem Neun-Monats-Bericht 2022 bereits Abwertungen zum Jahresende in Aussicht gestellt.

**Abb. 1: Fälligkeit der Vonovia-Schulden**

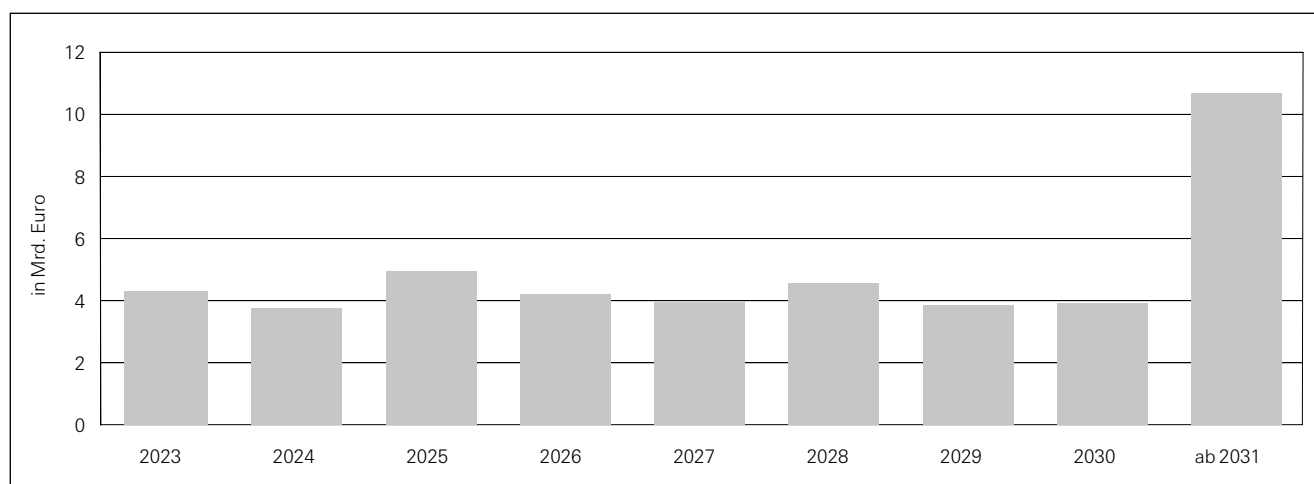
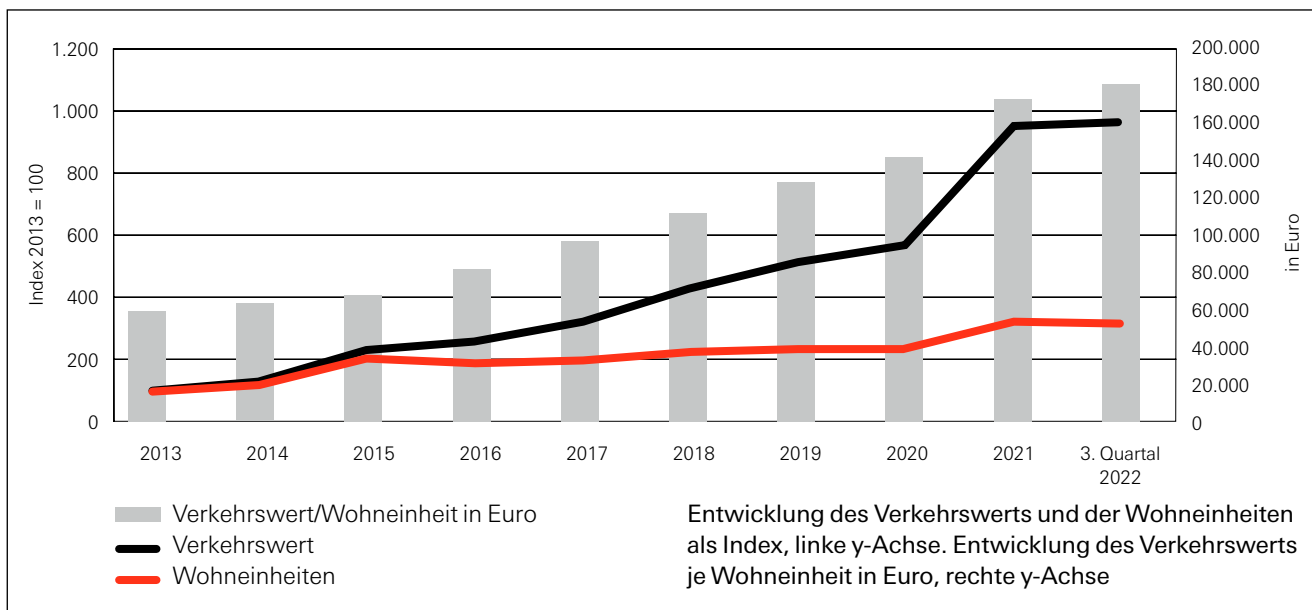


Abb. 2: Entwicklung des Verkehrswerts des Immobilienbestands



Quelle: eigene Darstellung

### FALLENDE AKTIENKURSE

Die seit Jahresbeginn 2022 fallenden Aktienkurse von Vonovia sind Ausdruck der Vorwegnahme der zuvor genannten Krisenfaktoren durch die Teilnehmer\*innen des Aktienmarktes. Gleichzeitig wirken sie als negative Verstärkung der bereits hervorgerufenen Tendenzen. Ein fallender Aktienkurs spricht nicht für die «Werthaltigkeit» eines Unternehmens. Die Implikationen dieser Entwicklung sind vielfältig.

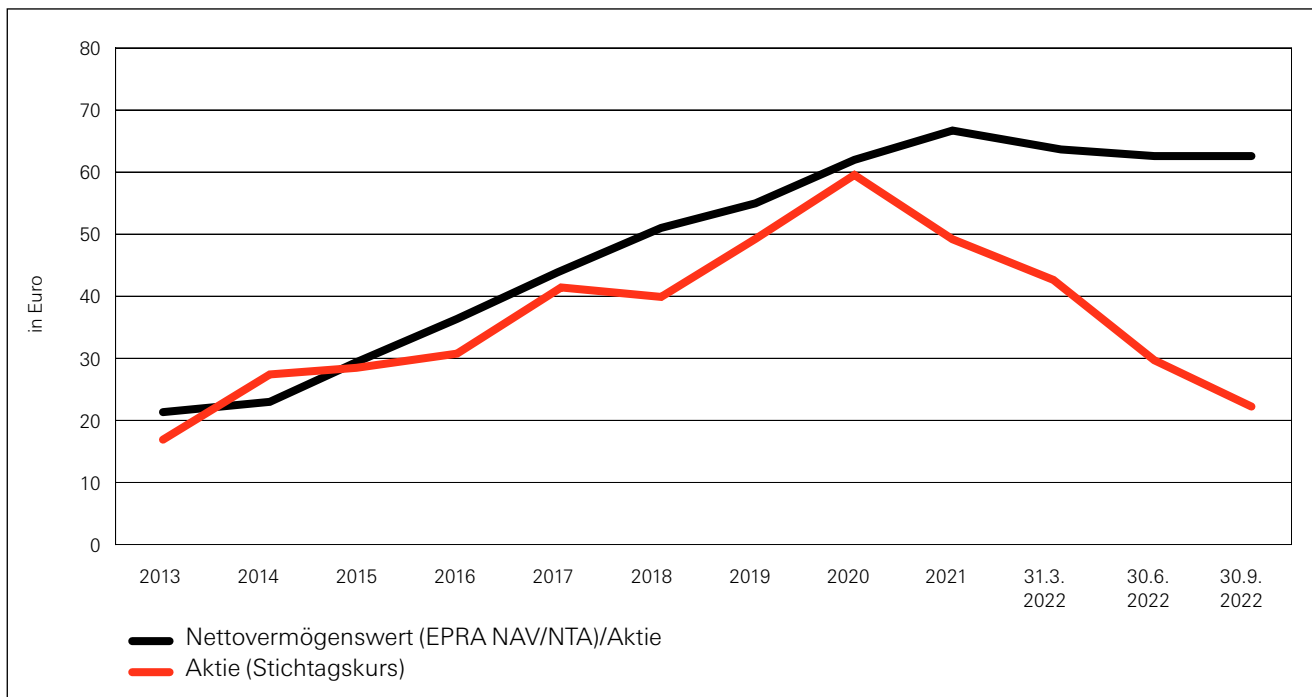
Der derzeit sehr niedrige Aktienkurs steht in Diskrepanz zu den durch die Konzerne berechneten Immobilienwerten. Der Gesamtwert der Aktien – die «Marktkapitalisierung» – liegt deutlich unter dem «Nettovermögenswert» (dieser berechnet sich im Kern aus den Immobilienwerten abzüglich der

Unternehmensschulden). Im Falle der Vonovia folgte der Aktienkurs jahrelang (bis 2020) in etwa dem Vermögenswert. Nun scheint das Vertrauen in die geschätzten Immobilienwerte verloren gegangen zu sein (siehe Abb. 3).

Aufgrund des stark geminderten Aktienkurses ist an die Ausgabe neuer Aktien nicht zu denken, im Gegenteil plant Vonovia den Rückkauf von Aktien. Damit wird aber nicht nur der bisherige Expansionskurs einer wichtigen Finanzierungsquelle beraubt, auch die Refinanzierung der Unternehmensschulden über diesen Weg scheidet aus.

Wollten Anleger\*innen dem niedrigen Aktienkurs etwas Positives abgewinnen, dann die damit steigende Dividendenrendite. Denn diese wird aus der jährlichen Dividende bezogen

Abb. 3: Bilanzierte Vermögenswerte und Börsenwerte der Vonovia



Quelle: eigene Darstellung

auf den Aktienkurs berechnet. Investor\*innen, die jetzt Aktien von Vonovia & Co. kaufen, kommen auf eine Dividendenrendite von derzeit sechs bis acht Prozent. Ob die Dividenden der Wohnungskonzerne angesichts der Krisenentwicklung allerdings auf diesem Niveau bleiben können, ist fraglich.

## VERKAUFEN STATT WACHSEN

Die Vonovia hatte bereits im Frühjahr 2022 dargestellt,<sup>9</sup> mit welchen Maßnahmen sie auf die Krise ihrer Rahmenbedingungen reagieren will, und dies mit dem Halbjahresbericht konkretisiert.<sup>9</sup> Man darf die Verlautbarungen des Managements allerdings nicht für bare Münze nehmen. Es handelt sich um Erzählungen, die jeweils aus einem spezifischen Interesse erfolgen, je nach Anlass und Adressat (u. a. Investor\*innen, Massenmedien, Mieter\*innen), und sich sogar scheinbar widersprechen können. Der Einschnitt in Vonovias Geschäftsmodell ist jedoch deutlich. Mithilfe kurz- und mittelfristiger Maßnahmen soll die Konzernfinanzierung von der Ausgabe neuer Aktien und Anleihen auf eine Binnenfinanzierung aus den Geschäftserträgen umgestellt werden.<sup>10</sup> Damit verringert Vonovia den Zahlungsstrom, der für die Ausschüttung hoher Dividenden zur Verfügung steht – nur einer der inneren Widersprüche der Vonovia-Krisenstrategie.

«Die höheren Kapitalkosten haben Sofort- und kurzfristige Maßnahmen ausgelöst», heißt es in der Präsentation zum Halbjahresbericht.<sup>11</sup> Um ein hohes Ausschüttungsniveau zu halten, die erforderlichen Erhaltungsinvestitionen in den Wohnungsbestand zu finanzieren und den Verschuldungsgrad zu senken, sollen Wohnungen in einer seit 15 Jahren nicht gekannten Größenordnung verkauft und Formen der Kapitalbeteiligung jenseits der Aktiengabe gefunden werden. Der Neubau für den eigenen Bedarf wird zugunsten der Entwicklung von Verkaufsobjekten gestrichen.

Die Vonovia hat etwa 65.500 Wohnungen mit einem geschätzten Marktwert von derzeit 13 Milliarden Euro<sup>12</sup> in die für den Verkauf vorgesehenen Teilportfolien<sup>13</sup> eingeordnet. Das ist mehr als das Dreifache der Verkäufe, die Ende 2021 vorgesehen waren.<sup>14</sup> Hinzu kommt der beabsichtigte Verkauf der Pflegeimmobilien, die mit der Deutsche Wohnen SE übernommen worden waren.<sup>15</sup>

Den für den Verkauf vorgesehenen Bestand hat die Vonovia in drei «Cluster» aufgeteilt: in das nicht strategische sogenannte Non-Core-Segment, Eigentumswohnungen und teure Mehrfamilienhäuser. Der Verkauf von Wohnungsbeständen, die die Vonovia nicht als «strategisch» einschätzt, weil sie für eine kostensparende Bewirtschaftung zu ungünstig liegen, einen hohen Aufwand für die Unterhaltung erfordern und/oder ihre Modernisierung nicht lohnt, spielt in der Verkaufsstrategie des Konzerns schon lange eine wichtige Rolle. Das als nicht strategisch eingeschätzte Non-Core-Segment war Ende 2021 auf unter 1.000 Wohnungen geschrumpft. Mit dem Halbjahresbericht 2022 präsentiert die Vonovia nun ein aufgestocktes Non-Core-Segment mit etwa 12.000 Wohnungen und einem Verkehrswert von 1,2 Milliarden Euro.

Die Mieten in diesem Segment liegen mit 6,26 €/m<sup>2</sup> deutlich unter dem Vonovia-Durchschnitt, die Leerstandsquote ist mit 5,7 Prozent überdurchschnittlich hoch. Der geschätzte Buchwert von 1.566 pro Quadratmeter ist vergleichsweise sehr niedrig. Der Erwerb derartiger Wohnungsbestände kommt vor allem für Investor\*innen infrage, die an einer kurzfristigen Geldanlage interessiert sind. Deshalb kann es im Zuge von Verkäufen zu Verschlechterungen bei der Be-

wirtschaftung der Immobilien kommen, mit vielen Folgeproblemen für die betroffenen Mieter\*innen und Städte.

Schon seit der Jahrhundertwende haben die Vorgänger\*innen der Vonovia einen Teil ihrer Mietwohnungen in Eigentumswohnungen umgewandelt und dann möglichst lukrativ verkauft. Dies war nicht zu allen Zeiten gleich profitabel und führte – neben Mieter\*innenprotesten – zu hohen Verwaltungskosten für «anprivatisierte» Wohnblocks. In den letzten Jahren hat die Vonovia jeweils 2.500 bis 2.700 Eigentumswohnungen mit Gewinn verkauft. Ende 2021 waren noch 23.400 Wohnungen für den Verkauf vorgesehen. Nach den neuen Plänen sollen es nun 30.000 Wohnungen sein.

Gemessen an den bisherigen Verkaufsraten würde es deutlich über zehn Jahre dauern, bis das gesamte Portfolio an Eigentumswohnungen abverkauft ist. Um einen wesentlichen Beitrag für die in den nächsten Jahren anstehenden Kreditablösungen zu erreichen, müsste das Privatisierungstempo erheblich gesteigert werden. Laut Bericht zum dritten Quartal 2022 ging die Zahl dieser Verkäufe aber sogar zurück. Dafür stieg zwar die Gewinnmarge; die Bestätigung hoher Immobilienpreise im Einzelfall schafft aber nicht die nötige Liquidität.

Würde die Vonovia ihre Ankündigungen tatsächlich umsetzen, würde der Druck auf die Mieter\*innen erheblich steigen. Denn der\*die Erwerbende einer Eigentumswohnung kann der bisherigen Mietpartei nach Ablauf einer Sperrfrist kündigen. Diese kann je nach Bundesland bis zu zehn Jahre betragen; in vielen Städten, zum Beispiel im Ruhrgebiet, beträgt sie aber nur drei Jahre. Im Umwandlungsfall fühlen sich die Mieter\*innen deshalb oft bedroht und kratzen letzte Ersparnisse und familiäre Unterstützungen zusammen, um ihr Wohnrecht zu sichern. Dies kann ein Kalkül werden, die Privatisierungsmargen zu erhöhen. Dagegen spricht die teuer gewordene Finanzierung von Wohnungskäufen, die von vielen Mieter\*innen nicht zu stemmen ist. Eines ist klar: Sollte die Vonovia zu einer aggressiven Einzelprivatisierung übergehen, ist mit vermehrten Protesten und politischen Maßnahmen zu rechnen, an denen der Vonovia nicht gelegen sein kann.

Die systematische Vermarktung hochpreisiger Mehrfamilienhäuser ist bei der Vonovia hingegen ganz neu. Das langfristige Verkaufspotenzial in diesem Segment wird auf 23.000 Wohnungen geschätzt. Mit einer «opportunistischen» (günstige Gelegenheiten nutzenden) Verkaufsstrategie hofft die Vonovia, hier mehr als den jetzigen geschätzten Marktwert von 6,3 Milliarden Euro zu heben. Das bedeutet pro Quadratmeter 4.057 Euro bzw. durchschnittliche Mieten von 9,12 €/m<sup>2</sup>. Um diesen Marktwert abzuzahlen, müssten die Mieter\*innen die jetzige Miete 37 Jahre lang begleichen. Gegenüber dem strategischen Kernsegment, wo dieser Wert 30 Jahre beträgt, ist die Rendite über die Zeitspanne gesehen also geringer.

<sup>8</sup> Vgl. Vonovia SE: Q1 2022 Earnings Call, 5.5.2022. <sup>9</sup> Vgl. Vonovia SE: H1 2022 Earnings Call, 3.8.2022. <sup>10</sup> «All business financing needs including the investment program will be covered organically for as long as cost of capital remains substantially elevated», heißt es im Halbjahresbericht (Vonovia SE, 3.8.2022). <sup>11</sup> Ebd. <sup>12</sup> Ebd. Der Betrag entspricht etwa der Summe der Kredite, die bis 2025 abgelöst werden müssen, und gut drei Viertel des gegenwärtigen Börsenwerts (Marktkapitalisierung: 16,6 Mrd. Euro am 25.10.2022). <sup>13</sup> In den Vonovia-Geschäftsberichten wird der gesamte Wohnungsbestand traditionell in unterschiedliche «Portfolio Cluster» aufgeteilt. Damit werden Daten für unterschiedliche Regionen dargestellt, es werden aber auch Grunddaten für die auf Dauer im Unternehmen zu haltenden «strategischen» Immobilien und für unterschiedliche Gruppen von für den Verkauf vorgesehenen Wohnungen dargestellt. <sup>14</sup> Vonovia SE: Geschäftsbericht 2021, S. 296. <sup>15</sup> Im Jahr 2021 besaß die Deutsche Wohnen 71 Pflegeimmobilien mit einem beizulegenden Zeitwert von 1,2 Mrd. Euro. Ca. 5.160 Pflegeplätze (betreutes Wohnen) wurden durch eigene Tochterunternehmen bewirtschaftet, 4.420 Plätze von verschiedenen externen Betreibern. Bereits im Jahr 2021 wurden einige der Immobilien verkauft (Deutsche Wohnen, Geschäftsbericht 2021). Jetzt scheint aber Vonovia – trotz des von ihr bemühten «Megatrends» der alternden Gesellschaft – ganz aus dem Geschäftsfeld «betreutes Wohnen» aussteigen zu wollen.

Wie Vonovia-CEO Rolf Buch erläuterte,<sup>16</sup> soll es sich um Gebäude in hochpreisigen Städten außerhalb der für die Vonovia typischen mehr oder weniger geschlossenen Siedlungsbestände handeln. Diese seien für vermögende Privatpersonen, zum Beispiel steuerabschreibende Zahnärzte, interessanter als für die Vonovia, die sich auf die Massenwohnungsversorgung an Wachstumsstandorten konzentrieren wolle.

Das weitere Kerngeschäft der Vonovia soll sich um die Bewirtschaftung eines verbleibenden strategischen Portfolios von 423.000 Wohnungen mit einer durchschnittlichen Miete von derzeit 7,25 €/m<sup>2</sup> und einem geschätzten Verkehrswert von 2.634 €/m<sup>2</sup> drehen. In den relativ geschlossenen städtischen Vierteln, in denen breite Schichten der Bevölkerung wohnen, will die Vonovia auch unter Krisenbedingungen Dividenden erwirtschaften und als lukratives Unternehmen überleben.

### «JOINT VENTURES» SOLLEN DIE RETTUNG BRINGEN

Allein mit den zum Teil fraglichen Verkaufserlösen kann es der Vonovia kaum gelingen, die weggebrochene Attraktivität für den Kapitalmarkt zu kompensieren und ihre Verschuldung und damit die zukünftige Zinslast abzubauen. Daher sucht sie mit hohem Druck nach Möglichkeiten einer Direktbeteiligung großer institutioneller Investoren an den Immobilienbeständen.

Inzwischen hat die Vonovia bekannt gegeben, dass sie dazu «Joint Ventures» auflegen will, zunächst für ihre Wohnungsbestände in Schweden und Baden-Württemberg. Insgesamt geht es um 60.000 Wohnungen, also etwas mehr als zehn Prozent des internationalen Gesamtbestandes von 550.000 Wohnungen. Das Eigentum an diesen Wohnungsbeständen will sich die Vonovia mit einzelnen großen Investoren teilen, dabei aber eine beherrschende Mehrheit von 51 Prozent behalten und die Wohnungen über ihre «digitale Plattform» weiter bewirtschaften.<sup>17</sup> Die beiden Teilportfolios seien bereits «sauber» von anderen Wohnungsbeständen getrennt und für die Überführung in ein Joint Venture «strukturiert» worden, berichtete die *Börsen-Zeitung*. Es gebe «Info-Memos», über die nun mit «vorselektierten Kandidaten» diskutiert werde.<sup>18</sup>

Dies bedeutet, dass gesellschaftsrechtliche Lösungen gefunden wurden, also zum Beispiel jeweils eine Holding, die die alleinigen Eigentumsrechte an den Immobilienunternehmen in der Region hält und von den operativen Unternehmensstrukturen, die bei der Vonovia verbleiben, strikt getrennt ist. Einzelne große Investoren – infrage kommen Pensionskassen oder Versicherungen – könnten dann die Minderheitsanteile an der Holding erwerben. Die Frage ist nur, ob diese Investoren für derartige längerfristig bindende Kapitalbeteiligungen genug zahlen würden, damit sich Vonovia refinanzieren kann.

Kommunalen Bestrebungen – etwa in Schweden und Baden-Württemberg –, regionale Wohnungsbestände zurückzuerwerben, würde bei Umsetzung dieser Ankündigungen der Vonovia eine Abfuhr erteilt. Denn die Vonovia sucht bislang Partner, die die Fortsetzung ihrer Geschäfte ermöglichen, nicht einen Ausstieg aus diesen. Die kommunale Übernahme eines Minderheitsanteils an den «Joint Ventures» wäre zudem alles andere als eine «Kommunalisierung» oder gar «Vergesellschaftung», denn dafür wäre ein kompletter Umbau der Bewirtschaftungsstrukturen erforderlich. Trotz-

dem ist keineswegs auszuschließen, dass hinter den Kulissen um umfangreiche «Deals» gefeilscht wird.

Die Verkäufe und «Joint Ventures» sollen laut Vonovia den bisherigen «freien Cash Flow» nach Zahlung der Dividende deutlich ergänzen. Damit sollen unter anderem Modernisierungen finanziert werden, die je nach Inflation dynamische Endrenditen von 9 bis 15 Prozent bringen können. Weitere Investitionen sollen in den Ausbau der wohnungsnahen Dienstleistungen fließen, die vor allem durch die intransparente Bepreisung in den Neben- und Modernisierungskostenabrechnungen die Gewinne maximieren. Daneben sollen die erhöhten Einnahmen dafür eingesetzt werden, Aktien zurückzukaufen, und zwar bis zu zehn Prozent im Jahr. Damit kann der Kurs gestützt, der Gefahr feindlicher Übernahmen entgegengewirkt und die Rendite je Aktie erhöht werden. Schließlich sollen die Verkaufserlöse auch dafür verwendet werden, fällige Kredite abzuführen oder günstige Umfinanzierungen zu stützen. Ob dies quantitativ realistische Szenarien sind, steht in den Sternen.

### WOHNUNGSWIRTSCHAFT ALS DIGITALE PLATTFORM

Versicherungen und Pensionsfonds haben ein Interesse daran, ihr Kapital in relativ sichere Wohnimmobilien zu investieren, wollen oder dürfen sich aber nicht unbedingt selbst als Wohnungsunternehmen betätigen. Bis vor Kurzem waren deshalb Immobilienaktien attraktiv, davor waren es Private Equity Fonds. Deren Wohnungen wurden von speziellen Managementplattformen verwaltet, die von der Eigentümerstruktur mehr oder weniger getrennt waren. Eine der größten dieser Plattformen wurde mit der Vonovia-Vorgängerin Deutsche Annington geschaffen, seit 2008 zentralisiert, umfassend digitalisiert und in mehreren Schüben des Insourcings zu einem komplexen Allrounder rund um die Mietwohnung ausgebaut. Diese Plattform kann jetzt genutzt werden, um die Bestandswohnungen der angestrebten «Joint Ventures» zu verwalten. In der Vorstellung des Vonovia-Managements weist ihr Nutzen allerdings weit darüber hinaus: Als «skalierbare» Plattform könnte die Vonovia in Zukunft weitere immobilienhaltende Gesellschaften managen, ohne die Immobilien dafür komplett erwerben zu müssen.

Beabsichtigt ist, den Bereich der wohnungsnahen Dienstleistungen – Objektbetreuung, Wohnumfeldpflege, Reparaturen, Wartungen, Kabel- und Energieversorgung, Messdienstleistungen – auszubauen und verstärkt Dritten anzubieten. Dieses «Value Add» genannte Segment hat in den ersten neun Monaten 2022 ein operatives Ergebnis vor Steuern und Zinsen in Höhe von 116 Millionen Euro erbracht, wobei es gegenüber dem Vorjahreszeitraum kaum ein Plus gab. Mit der Übertragung des Geschäftsfelds auf die Deutsche-Wohnen-Bestände wird jedoch ein Wachstum erwartet. Perspektivisch könnten diese Dienstleistungen auch außerhalb des Konzerns vermarktet werden.

### MIETERHÖHUNGEN, NEBENKOSTEN, INSTANDHALTUNG

Mieterhöhungen und Gewinne aus den Nebenkosten sind aufgrund gesetzlicher und vertraglicher Regelungen beschränkter, als es dem unter Finanzdruck stehenden Vo-

<sup>16</sup> Radomsky, Stephan: «Die Löhne müssen steigen, und zwar spürbar», *Süddeutsche Zeitung*, 24.9.2022. <sup>17</sup> Kipp, Helmut: Vonovia bringt Investorschuche auf den Weg, *Börsen-Zeitung*, 23.9.2022. <sup>18</sup> Ebd.

novia-Management lieb sein kann. Die Ankündigung von Mieterhöhungen führt zudem zu heftigen Reaktionen in den Medien.

Bereits im Frühjahr 2022 sorgte Vonovia-CEO Buch mit einer Meinungsäußerung für Unmut,<sup>19</sup> die Inflation führe zwangsläufig zu höheren Mieten. Hier war wohl eher der Wunsch Vater des Gedankens. Die allgemeine Inflation wirkt sich auf zahlreiche Güter wesentlich schneller aus als auf die vertraglich vereinbarten Mieten.

Mit Ausnahme von Modernisierungen und von Mietverhältnissen mit Indexmietvereinbarung kann die Vonovia die bestehenden Mieten nur bis zur ortsüblichen Vergleichsmiete oder bis zur gesetzlich bestimmten Sozialmiete erhöhen. Diese Spielräume hat die Vonovia bereits weitgehend ausgeschöpft. Sie hofft deshalb, dass es im Zuge der ab 2023 geltenden Verpflichtung größerer Kommunen zur Erstellung von Mietspiegeln zu neuen Mieterhöhungsmöglichkeiten kommt. Laut Präsentationen zum Halbjahres- und Neun-Monats-Bericht steigen in den aktuellen Mietspiegeln die Werte deutlich stärker als zuvor. Es wird erwartet, dass bei 378.000 Wohnungen Mieterhöhungen möglich werden.

Stärkere Mietsteigerungen sind bei Modernisierungen und beim Abschluss neuer Mietverträge möglich. Zwar gilt in einigen Städten bei Wiedervermietungen die Mietpreisbremse, aber auch sie erlaubt Mieten, die zehn Prozent über dem Mietspiegel liegen. Zudem findet sie wegen vieler gesetzlicher Ausnahmen oft keine Anwendung. In vielen «Vonovia-Städten» – zum Beispiel im Ruhrgebiet – existiert die Bremse gar nicht. Neuvertragsmieten, die weit mehr als 50 Prozent über der Altvertragsmiete und mehr als 30 Prozent über dem Mietspiegel liegen, sind hier keine Seltenheit. Häufig hat die Vonovia die wiedervermieteten Wohnungen zuvor modernisiert. In diesen Fällen kann der Konzern nach eigenen Angaben 30-prozentige Mietsteigerungen realisieren.<sup>20</sup>

Schon im Mai 2022 hat die Vonovia vorgerechnet,<sup>21</sup> dass sie bei 140.000 Wohnungen des eigenen Bestands mietsteigernde Indexmietverträge für vorteilhaft hält. Das skizzierte Vorgehen sieht erst eine mietsteigernde Gebäudemodernisierung vor; nach darauf oftmals folgenden Auszügen der Mieter\*innen wird eine Wohnungsrenovierung durchgeführt und letztlich bei der Neuvermietung ein Indexvertrag abgeschlossen.<sup>22</sup> Das ist rendite-optimierte Mietenpolitik in Reinkultur!

Von solchen Handlungsanweisungen ist es kein weiter Weg zum gezielten Einsatz von Kündigungen und Räumungsklagen, die laut Presseberichten<sup>23</sup> Ende September 2022 in einer Vonovia-Präsentation nicht ausgeschlossen worden seien. Sollte der Mieter auch nach Informations- und Ratenzahlungsangeboten die erhöhten Mieten und Heizkosten nicht zahlen und einen Zahlungsrückstand von mehr als zwei Monatsmieten aufweisen, werde er fristlos gekündigt und die Wohnung danach neu vermietet. Das ist zwar «nur» die konsequente Anwendung des geltenden Mietrechts, hat in der Öffentlichkeit aber zu einer Welle der Empörung geführt. Vonovia-Chef Buch musste zurückrudern und wieder einmal beteuern, dass man mit jeder und jedem Mieter\*in eine Lösung finden werde.

Eine weitere Konsequenz ihrer Krisendynamik hat die Vonovia bereits ausgesprochen: Sie erwägt «weniger generöse Instandhaltungsausgaben».<sup>24</sup> Wert-, aber nicht mietsteigernde Investitionen in die Bausubstanz stehen auf der Abschlusliste und selbst bei den mieterhöhungswirksamen Modernisierungen könnte es Abstriche geben. Droht uns eine neue Vernachlässigungswelle im Wohnungsbestand?

## UMSCHICHTUNG IN «GRÜNE» ANLEIHEN UND KREDITE

Mitte November 2022 gab die Vonovia die Ausgabe von zwei neuen unbesicherten Unternehmensanleihen bekannt. Die Anleihen haben ein Volumen von je 750 Millionen Euro und eine Laufzeit von viereinhalb beziehungsweise acht Jahren bei einer Verzinsung von 4,75 beziehungsweise 5 Prozent.<sup>25</sup> Aus den neuen Krediten wurde bereits eine Milliarde Euro für den Rückkauf von Anleihen mit Fälligkeit 2023 und 2024 eingesetzt.<sup>26</sup> Die Verzinsung der abgelösten Anleihen war mit 0,1 bis 1,6 Prozent wesentlich günstiger als die neuen Anleihen. Für das Signal an die Investoren, dass man auf der Finanzierungsseite alles rechtzeitig im Griff habe, muss die Vonovia draufzahlen.

Die restlichen 500 Millionen Euro aus den neuen Anleihen will Vonovia für die Ablösung weiterer fälliger Schulden in den Jahren 2023 und 2024 einsetzen. Wie Finanzvorstand Philip Grosse versicherte, machen auch die Gespräche mit den Gläubigern über die Verlängerung besicherter Anleihen gute Fortschritte.

Nach Angaben der Vonovia<sup>27</sup> erfüllen die neuen Anleihen soziale und ökologische Standards, die den Anforderungen der sogenannten EU-Taxonomie<sup>28</sup> entsprechen. Die damit verbundenen, vielfach als «Green Washing» und «Social Washing»<sup>29</sup> kritisierten Standards und Berichte werden mehr und mehr zu einer Bedingung für die Beteiligung institutioneller Investoren an der Finanzierung.

Die Tendenz der Nutzung einer «europäischen grünen Legende» für die Refinanzierung wird noch deutlicher anhand einer weiteren Nachricht: Wie die öffentliche Europäische Investitionsbank (EIB) am 14. November 2022 mitteilte, unterstützt sie das energetische Gebäudemodernisierungsprogramm der Vonovia SE mit einem unbesicherten Kredit von 600 Millionen Euro.<sup>30</sup> Die Verzinsung des Darlehens mit einer Laufzeit von acht Jahren liege «deutlich unterhalb alternativer besicherter Finanzierungen». Über Details der ökologischen Kreditbedingungen, gar sozialen Kriterien, ist bislang nichts bekannt.

Schon im Jahr 2017 hatte die Vonovia mit der EIB einen Kreditvertrag abgeschlossen, damals in Höhe von 300 Millionen Euro. Er sollte «zur anteiligen Finanzierung von energieeffizienten Modernisierungsmaßnahmen im Wohnungsbestand der Immobiliengesellschaft» verwendet werden.<sup>31</sup> In den uns<sup>32</sup> vorliegenden Modernisierungsmieterhöhungen der Vonovia seit 2017 finden sich keine Angaben zu einer Berücksichtigung der mit diesem Kredit wahrscheinlich verbundenen Zinsermäßigungen. Nach dem deutschen Mietrecht ist dies eigentlich vorgeschrieben.

<sup>19</sup> «Wenn die Inflation dauerhaft bei vier Prozent liegt, müssen auch die Mieten [...] ansteigen», Rolf Buch zit. nach: Herz, Carsten/Kersting, Silke: Mögliche Mieterhöhungen wegen Inflation», Handelsblatt, 1.6.2022. <sup>20</sup> Vonovia SE: 9M 2022 Earnings Call, 4.11.2022, S. 28. <sup>21</sup> Vonovia SE: Q1 2022 Earnings Call, 5.5.2022. <sup>22</sup> Vonovia SE: H1 2022 Earnings Call, 3.8.2022. <sup>23</sup> Z. B. Herz, Carsten: Steigende Energiepreise: Vonovia schließt Kündigungen als letztes Mittel nicht aus, Handelsblatt, 27.9.2022. <sup>24</sup> Vonovia SE: Q1 2022 Earnings Call, 5.5.2022. <sup>25</sup> Vonovia SE: Successful Bond Placement for Liability Management, 16.11.2022. <sup>26</sup> Vonovia SE: Final Results of Tender Offer for 2023 & 2024 Bonds, 23.11.2022. <sup>27</sup> Vonovia SE: Pro-active Liability Management and De-risking of Near-term Maturities, 15.11.2022. <sup>28</sup> Regelwerk der EU-Kommission für die Nachhaltigkeits-Klassifizierung von Wirtschaftsaktivitäten des «European Green Deal». <sup>29</sup> Vgl. Gabor, Daniel/Kohl, Sebastian: «My Home is an Asset Class», Study funded by The GREENS/EFA in the European Parliament, 27.1.2022, unter: [www.greens-efa.eu/en/article/document/my-home-is-an-asset-class](http://www.greens-efa.eu/en/article/document/my-home-is-an-asset-class). <sup>30</sup> Europäische Investitionsbank: EIB unterstützt energetische Gebäudemodernisierung bei Vonovia, 14.11.2022, unter: [www.eib.org/de/press/all/2022-484-eib-supports-energy-renovation-of-vonovia-buildings](http://www.eib.org/de/press/all/2022-484-eib-supports-energy-renovation-of-vonovia-buildings). <sup>31</sup> Vonovia SE: Investitionsplan für Europa – Vonovia und EIB unterzeichnen Kreditlinie zur Finanzierung von energetischen Modernisierungen im Wohnungsbestand, 14.7.2017. <sup>32</sup> Akten des MieterInnenvereins Witten.

## AUSBLICK

In ihrem Neun-Monats-Bericht 2022 konnte die Vonovia nicht belegen, dass die von ihr im Sommer 2022 präsentierte Krisenstrategie erfolgreich umgesetzt wird. Die Beantwortung der brenzligen Frage der Immobilienbewertung wurde auf den im März 2023 zu erwartenden Geschäftsbericht 2022 vertagt. Für den Jahresabschluss 2022 erwartet die Vonovia positive Auswirkungen aus der Vollintegration der Deutsche Wohnen. Die Refinanzierung der im Jahr 2023 auslaufenden Anleihen sei bereits gesichert. An der bisherigen Ermittlung der Dividendenausschüttung soll nicht gerüttelt werden. Wie zur Stützung dieser Versprechungen präsentierte die Vonovia dann ihre neuen Anleihen und Kredite.

Mit all dem versucht die Vonovia, beruhigend auf die Märkte ihrer Anleger\*innen einzuwirken. Eine Entwarnung für ihre Mieter\*innen bedeutet das nicht. Es ist zu befürchten, dass bereits der angekündigte Umbau des bisherigen Geschäftsmodells zu zusätzlichen Mietsteigerungen, noch schlechterem Service, noch geringerer Instandhaltung, zu spekulativen Weiterverkäufen und mehr Wohnungsunsicherheit führt. Es ist bei weiterer Krisenentwicklung nicht auszuschließen, dass es zu «Notverkäufen» ganzer Unternehmensbestandteile kommt.

Die Finanzmarktorientierung der Wohnungswirtschaft hat das erschwingliche Wohnen in eine Dauerkrise getrieben und wird nun erneut zu einem wirtschaftlich destabilisierenden Faktor. Sie verträgt sich nicht mit dauerhaft zu sichernden sozialen Wohnverhältnissen. Die Wohnung als Finanzanlage steht im Widerspruch zum Menschenrecht auf

Wohnen und zu den Erfordernissen öffentlicher Daseinsvorsorge.

Die politischen Reaktionen dürfen nun nicht erneut auf «Rettungsschirme» hinauslaufen, in deren Folge angeschlagene Konzerne durch staatliche Maßnahmen gestützt und Verluste sozialisiert werden. Dass sich die Vonovia Liquiditätshilfen über die EU beschafft, weist bereits in diese Richtung. Auch gut gemeinte Ansätze zu Teilrückkäufen und Minderheitsbeteiligungen an Aktiengesellschaften wie Vonovia sind in diesem Zusammenhang skeptisch zu bewerten. Dass der «Europäische Green Deal» genutzt wird, um ohne demokratische Abstimmung Wohnungskonzerne zu stützen, zeigt einmal mehr, dass die EU-Ebene von der Mietpolitik in Deutschland nicht länger ignoriert werden darf.

Die Perspektive muss in Eigentums- und Verfügungsverhältnissen liegen, die nicht den Renditeinteressen unterworfen sind. Der Weg dorthin erfordert eine stärkere mieten- und wohnungswirtschaftliche Regulierung durch die öffentliche Hand. Die negativen Effekte des Finanzmarktes auf die Wohnungsbewirtschaftung müssen begrenzt, die Attraktivität der «Wohnung als Finanzanlage» reduziert und die Überführung in gemeinwirtschaftliche oder dauerhaft gemeinnützige Eigentumsverhältnisse systematisch vorbereitet werden.

Knut Unger ist Sprecher des MieterInnenvereins Witten und unter anderem bei der Plattform kritischer Immobilienaktionär\*innen aktiv.

Daniel Zimmermann ist Referent beim Deutschen Mieterbund Nordrhein-Westfalen, seine Arbeitsschwerpunkte sind große börsennotierte Wohnungsunternehmen und Wohnungspolitik.

---

## IMPRESSUM

STANDPUNKTE 6/2022 erscheint online  
und wird herausgegeben von der Rosa-Luxemburg-Stiftung  
V. i. S. d. P.: Alrun Kaune-Nüßlein  
Straße der Pariser Kommune 8A · 10243 Berlin · [www.rosalux.de](http://www.rosalux.de)  
ISSN 1867-3171  
Redaktionsschluss: Dezember 2022  
Lektorat: TEXT-ARBEIT, Berlin  
Layout/Satz: MediaService GmbH Druck und Kommunikation

Diese Publikation ist Teil der Öffentlichkeitsarbeit der Rosa-Luxemburg-Stiftung. Sie wird kostenlos abgegeben und darf nicht zu Wahlkampfzwecken verwendet werden.