

Institutionelle Investoren als Kapitalgeber für den kommunalen Wohnungsbau

Endbericht zum Forschungsprojekt für den
vhw – Bundesverband für Wohnen und Stadtentwicklung e. V.

Ansprechpartner:

Dr. Carsten-Patrick Meier, Tel.: ++ 49 – 431 – 530 3496
carsten-patrick.meier@kiel-economics.de

Kiel Economics Research & Forecasting GmbH & Co. KG
Wissenschaftszentrum
Fraunhoferstr. 13, 24118 Kiel
www.kieleconomics.de

Inhaltsverzeichnis

1. Problemstellung.....	1
2. Lage des Wohnungsmarktes.....	3
3. Rahmenbedingungen der Kommunen.....	6
3.1 Finanzielle Aspekte.....	6
3.1.1 Haushaltslage.....	7
3.1.2 Kommunale Finanzierungsinstrumente.....	8
3.2 Personelle Aspekte.....	10
3.3 Wohnungsmarktpolitik.....	11
3.3.1 Instrumente zur Baulandentwicklung.....	12
3.3.2 Kommunaler Wohnraum.....	14
3.3.3 Wohngeld.....	17
3.4 Zusammenfassung kommunale Ausgangslage.....	18
4. Rahmenbedingungen der Investoren.....	18
4.1 Institutionelle Investoren.....	19
4.2 Regulatorischer Hintergrund.....	20
4.3 Kapitalanlagen institutioneller Investoren.....	22
4.4 Immobilieninvestitionen institutioneller Investoren.....	26
4.5 Renditeerwartungen institutioneller Investoren.....	28
4.6 Zusammenfassung Motiv- und Ausgangslage der Investoren.....	30
5. Modelle der Zusammenarbeit von Kommunen mit Investoren.....	31
5.1 Grundmodell einer Zusammenarbeit.....	31
5.2 Gestaltungsoptionen des Grundmodells.....	33
5.2.1 Eigentumsverhältnisse.....	33
5.2.2 Zeithorizont.....	34
5.2.3 Ausstiegsstrategien.....	34
5.2.4 Rechtlicher Rahmen.....	35
5.3 Vergleichbare eingeführte Alternativen.....	35
5.3.1 Institutionelle Investoren als reine Fremdkapitalgeber.....	36
5.3.2 Die Kommune als Pächter von Belegungsrechten.....	37
5.3.3 Misch-Modelle.....	38

5.4 Zu erwartende ökonomische Wirkungen des Modells	39
5.4.1 Wirkung auf dem Wohnungsmarkt.....	39
5.4.2 Wirkung des Risikotransfers	40
5.4.3 Erweiterung des kommunalen Haushaltsspielraums?	41
5.4.4 Höhe des durch die Kommune eingegangenen Risikos	42
5.5 Die Finanzierungsmodelle im Vergleich.....	44
5.6 Zur gegenwärtigen Bedeutung von kommunale Kreditbeschränkungen	47
6. Experteninterviews	48
6.1 Die Perspektive der Kommunen	49
6.1.1 Aktuelle Wohnungsmarktsituation.....	49
6.1.2 Die Reaktion der Kommunen	50
6.1.3 Zu den Finanzierungsmodellen.....	50
6.2 Die Perspektive der institutionellen Investoren	52
6.2.1 Wohnimmobilien als Ziel institutioneller Kapitalanlage.....	52
6.2.2 Renditeanforderungen an Neuinvestitionen im Wohnungsbau	53
6.2.3 Zu den Varianten des Finanzierungsmodells	53
6.3 Schlussfolgerungen	54
7. Zusammenfassung und Bewertung	55
Literatur	57
Anhang: Dokumentation der Experteninterviews	61
Liste der Interviewpartner	61
Kommunalvertreter	61
Investorenvertreter:.....	61
Mitschriften der Interviews	62
Kommunalvertreter	62
Investorenvertreter.....	68

Tabellenverzeichnis

Tab. 1: Anlagekatalog für das Sicherungsvermögen von Erstversicherungsunternehmen	23
Tab. 2: Modelle zur Zusammenarbeit von Kommunen und institutionellen Investoren zur Schaffung von mietvergünstigtem Wohnraum	46

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Bevölkerung und Anzahl der Haushalte 1991 – 2016	4
Abb. 2: Regionale Wohnungsmärkte nach dem aktuellen Grad der Anspannung	4
Abb. 3: Wohnungsmieten 1991 – 2016	5
Abb. 5: Kapitalanlagen in Spezialfonds nach Anlagearten, 2005 - 2017	25
Abb. 6: Renditeniveau an den deutschen Büromärkten, 2000 - 2017	29
Abb. 7: Modellhafte Beziehung zwischen Kommune und institutionellem Investor	32
Abb. 8: Leerstandsquoten nach Kreisregionen im Jahr 2016	43

1. Problemstellung

In den deutschen Metropolen und Ballungsräumen wird es für einkommensschwache Haushalte zunehmend schwieriger Wohnraum zu finden. Ursache hierfür sind steigende Mieten und Immobilienpreise, die wiederum teilweise eine Folge des starken Zuzugs, auch aus dem Ausland (Meier und Weiß 2016, Meier 2013) sind, teilweise resultieren sie daraus, dass die Bautätigkeit aufgrund der bereits sehr hohen Kapazitätsauslastung im Baugewerbe (Meier und Dumoulin 2017) sowie infolge von Planungsengpässen bei den Kommunen (Gornig und Michelsen 2017, Brand und Steinbrecher 2016) nicht mit der erhöhten Nachfrage nach Wohnraum Schritt zu halten vermag.

Vor diesem Hintergrund sollen die Kommunen stärker als bisher aktiv werden. Neben der vermehrten Bereitstellung von Bauland, steht auch eine direkte Bereitstellung von Wohnraum für einkommensschwächere Haushalte zu Mietkonditionen unterhalb des Marktniveaus, etwa durch kommunale Wohnungsbauunternehmen, zur Diskussion. Allerdings stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage nach der Finanzierung. Zwar hat sich infolge des Booms am deutschen Arbeitsmarkt, durch den die Steuereinnahmen kräftig gestiegen und die öffentlichen Ausgaben für Arbeitslosenunterstützung und Sozialhilfe gesunken sind, auch die finanzielle Situation der Kommunen in den vergangenen Jahren deutlich verbessert. Zwischen den einzelnen Städten und Kreisen bestehen aber weiterhin erhebliche Unterschiede. Nicht ganz jede zweite Kommune hatte wohl auch 2016 keinen ausgeglichenen Haushalt, jede vierte unterlag sogar einem Haushaltssicherungskonzept (Brand und Steinbrecher 2017). In Nordrhein-Westfalen, Hessen, Rheinland-Pfalz und im Saarland ist der Anteil der finanzschwachen und hochverschuldeten Kommunen sogar deutlich höher. Zudem gilt die verfassungsmäßige Schuldenbremse ab 2020 auch für die Haushalte der Länder, so dass eine stärkere Beteiligung von Länderseite nur eingeschränkt zu erwarten ist.

Angesichts der angespannten Finanzlage stellt sich die Frage, ob privates Kapital dafür gewonnen werden kann, in die Schaffung von preisgünstigem Wohnraum zu investieren. Die Rahmenbedingungen dafür sind durchaus günstig. Im Verlauf der jahrelangen Niedrigzinsphase ist die Verzinsung von sicheren oder nahezu sicheren Anlagen wie deutschen Bundesanleihen stark gefallen und lag zuletzt nur wenig über null (vgl. Meier und Brandt 2017). Institutionelle Anleger – insbesondere Versicherungsunternehmen, berufsständische Versorgungswerke, Immobilien-Aktiengesellschaften und Kapitalverwaltungsgesellschaften – suchen verstärkt nach Anlagemöglichkeiten, mit deren Renditen sie ihre Verpflichtungen zu bedienen in der Lage sind (vgl. Meier 2018). Für viele dieser Investoren gelten bei der Kapitalanlage umfangreiche regulatorische Vorschriften. So ist etwa die allgemeine wie immobilienbezogene Kapitalanlagetätigkeit von Versicherungsunternehmen (und im Grundsatz auch jene berufsständischer Versorgungswerke) durch das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) geregelt, welches wiederum im Einklang mit dem jeweiligen unternehmerischen Kerngeschäft – das Absichern zukünftiger Leistungsverpflichtungen gegenüber Versicherungsnehmern – eine risikoaverse Anlagepolitik in den Vordergrund rückt. Ähnlich restriktiv ausgerichtet sind die entsprechenden, für Kapitalverwaltungsgesellschaften verbindlichen Normen des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB).

Entsprechend agiert die Gruppe der institutionellen Investoren vorwiegend sicherheitsorientiert. Immobilien zählen neben Anleihen, Aktien und liquiden Mitteln zu den zentralen Säulen ihres Kapitalanlageuniversums. Ihre Attraktivität gründet sich vor allem auf die Möglichkeit, bei entsprechender Auslastung langfristige und stabile Erträge zu erzielen, bei gleichzeitig wenig volatiler Wertentwicklung. Darüber hinaus werden Immobilien als Kapitalanlage mit guten Schutzeigenschaften gegen inflationsbedingte Wertminderungen assoziiert. Ferner können sie durch ihre geringe Korrelation mit den weiteren Hauptanlageklassen zur Diversifikation von Portfoliorisiken beitragen. Seit 2010 sind die Anlagen institutioneller Investoren in offenen Immobilienfonds deutlich am Steigen (vgl. Kommaal-pha 2018) und viele institutionelle Investoren dürften eine weitere Erhöhung des Immobilienanteils erwägen. Im Vordergrund standen dabei in der Vergangenheit gewerbliche Investitionsobjekte. Seit einiger Zeit gewinnen aber Wohnimmobilien an Bedeutung (Schulz-Wulkow 2011).

Das vorliegende Papier beschreibt und analysiert Modelle, mit denen Kommunen auf die erhöhte Nachfrage nach günstigem Wohnraum reagieren können, indem sie mit institutionellen Investoren zusammenarbeiten. Im Idealfall kommt es dabei zu einer Win-Win-Situation: Die Kommune erhält Zugang zu zusätzlichen Finanzierungsquellen, der Investor eine risikoarme Anlagemöglichkeit.

2. Lage des Wohnungsmarktes

Die Bevölkerungsentwicklung in Deutschland zeigt seit 2011 eine deutliche Trendwende. Entgegen der rückläufigen Bevölkerungszahlen zwischen 2003 und 2010, steigt die Bevölkerungszahl seit 2011 mit durchschnittlich 0,5% im Jahr (Abb. 1). Ebenso entwickelt sich die Anzahl der Haushalte expansiv, mit einem Anstieg von 0,8% im Durchschnitt zwischen 2011 und 2017. Zurückzuführen ist diese Entwicklung wohl auf den stabilen Arbeitsmarkt, welcher vor allem im europäischen Vergleich für Arbeitnehmer attraktiv ist.

Dies führt zu einer verstärkten Zuwanderung von Personen und Fachkräften, hinzukommt die fluchtbedingte Migration ab dem Jahr 2015. Die Haushaltsentwicklung wurde neben der positiven Bevölkerungsentwicklung von einem Anstieg der Ein- bzw. Zweipersonenhaushalte gegenüber den Mehrpersonenhaushalten gestützt. Da jeder Haushalt in der Regel auch eine Wohnung benötigt, kann die Haushaltsentwicklung als eine Annäherung an die Wohnungsnachfrage verstanden werden.

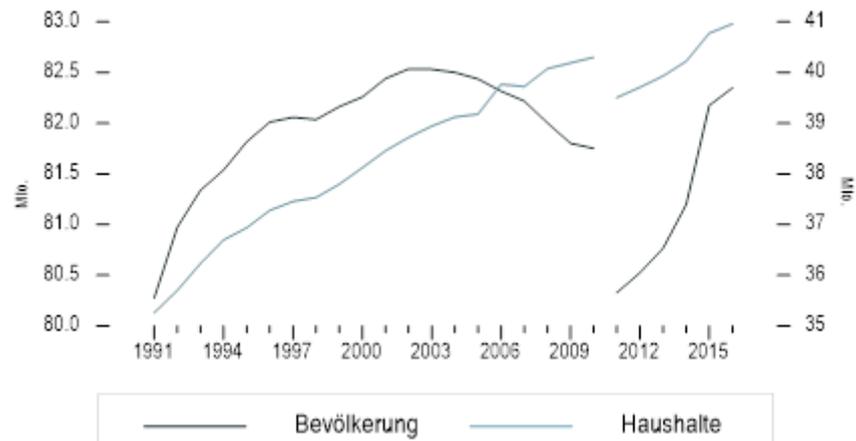
Das Wohnungsangebot wird bestimmt vom Bestand an Wohnungen. Die Zunahme des Bestands an Wohnungen erlangte im Jahr 2009 mit nur 126.000 neuen Wohnungen einen historischen Tiefpunkt. Seitdem wurde der Bestand um durchschnittlich 200.000 pro Jahr gesteigert. Aufgrund der aktuellen Wohnungsmarktsituation in den Städten kann davon ausgegangen werden, dass diese Angebotsausdehnung nicht ausreichend ist, um die Nachfrage zu decken.

Zu beachten sind hierbei die regionalen Unterschiede zwischen den Wohnungsmärkten. Während die Anzahl der Haushalte und damit die Wohnungsnachfrage vor allem in den ländlichen Regionen zurück geht, steigt die Nachfrage in den Großstädten¹ u.a. durch das Angebot an Arbeitsplätzen deutlich. Dies führt dort zu Wohnungsengpässen (Prognos AG (2017), S. 14ff., Abb. 2)

Dieses Ungleichgewicht in Angebot und Nachfrage auf dem Wohnungsmarkt hat eine Steigerung des Preises für Wohnraum, also der Mieten, zur Folge. So sind die Mieten pro Quadratmeter in Deutschland seit 2011 durchschnittlich um ca. 4,7% gestiegen (Abb. 3). Das nominal verfügbare Einkommen der Haushalte erhöhte sich im selben Zeitraum lediglich um durchschnittlich 3,1%.

¹ TOP-7-Städte gemäß Prognos Studie: Berlin, Hamburg, München, Frankfurt, Düsseldorf, Köln und Stuttgart.

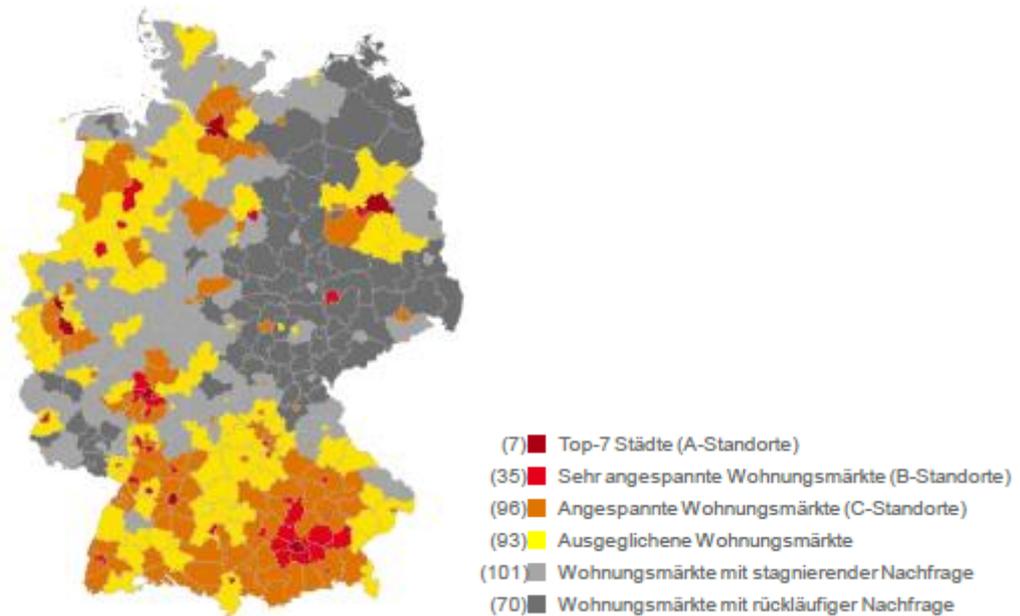
Abb. 1: Bevölkerung und Anzahl der Haushalte 1991 – 2016



Anmerkung: 2011 wurde erstmals seit 1987 wieder eine statistische Vollerhebung zur Bevölkerungs- Haushaltszahl vorgenommen. Die Sprünge in den Zeitreihen dokumentieren Differenzen zwischen der Vollerhebung und den verwendeten Fortschreibung auf der Grundlage des Mikrozensus.

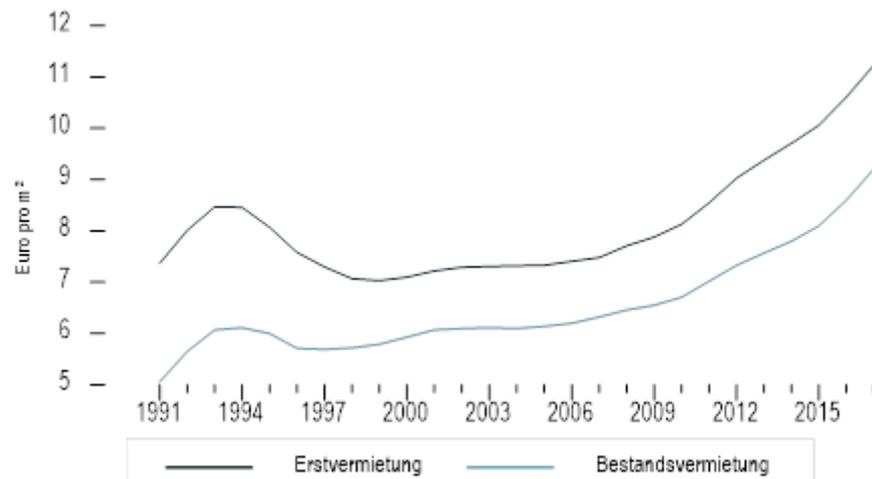
Quelle: Statistisches Bundesamt.

Abb. 2: Regionale Wohnungsmärkte nach dem aktuellen Grad der Anspannung



Quelle: Prognos (2017).

Abb. 3: Wohnungsmieten 1991 – 2016



Quelle: BulwienGesa AG.

Eine genauere Betrachtung der Einkommensgruppen in Großstädten zeigt, dass sich vor allem Haushalte im unteren Bereich der Einkommensverteilung kaum ausreichend Wohnraum in Deutschland und noch weniger in den Großstädten leisten können. Dies betrifft insbesondere Familien mit Kindern; selbst wenn beide Elternteile ein Einkommen beziehen, können sich untere Einkommensgruppen kaum ausreichend Wohnraum für eine Familie leisten² (Prognos AG 2017, S.23ff.).

Die Wohnungsmärkte in den (Groß-) Städten sind durch einen Nachfrageüberhang gekennzeichnet. Dies führt zu steigenden Mieten. Es ist genau dieser Anstieg der Mieten, der nach klassischer Angebots-Nachfrage-Theorie dafür sorgen sollte, dass Bauen und Vermieten als wirtschaftliche Aktivität attraktiver werden, wodurch sich das Angebot erhöhen und die Nachfrage reduzieren wird bis ein Gleichgewicht erreicht ist. Hierzu bedarf es grundsätzlich keines Markteingriffs. Angesichts der relativ geringen Kapazitäten des Baugewerbes in Relation zum Bestand an Immobilien erfolgt die Angebotsausweitung nach einer raschen Nachfrageerhöhung typischerweise nur langsam (Meier 2012), gegenwärtig hemmt zudem die Knappheit von Bauland die Expansion des Gebäudebestands. In der Zwischenzeit steigen dann die Mieten sehr deutlich und überschießen dabei nicht selten ihren langfristigen neuen Gleichgewichtswert.

² Unter der Annahme das 30% bis 35% des verfügbaren Einkommens für Wohnraum aufgebracht werden.

Dieser Anpassungsprozess impliziert allerdings, dass der verfügbare Wohnraum denjenigen zugeteilt wird, welche die höchste Zahlungsbereitschaft haben. Haushalte mit geringem bis mittlerem Einkommen könnten in diesem Prozess gezwungen sein, den lokalen Wohnungsmarkt zu verlassen, da sie sich eine Wohnung dort nicht mehr leisten können. Da die betroffenen Personen jedoch durch Arbeitsplatz und soziales Umfeld an den bisherigen Wohnort gebunden sind, kann dieser Prozess zu sozialen Verwerfungen führen. Eine derartige Entwicklung ist unter sozialen und gesellschaftlichen Gesichtspunkten möglicherweise nicht wünschenswert, da sich beispielsweise Familien mit Kindern stark steigende Mieten nur schwer leisten können und zudem sehr auf Arbeitsplätze und ihr soziales Umfeld angewiesen sind.

Ein korrigierender Eingriff in den Wohnungsmarkt seitens der Kommunen kann daher angebracht sein, um gesellschaftlich unerwünschte Auswirkungen zu verhindern. Dabei ist zu bedenken, dass auch die ansässigen Unternehmen (und damit die Kommune) langfristig ein ausreichendes Angebot an Arbeitskräften benötigen. Sollten Mietsteigerungen jedoch zu Abwanderungen führen, kann es zu einem Mangel an Arbeitskräften gerade im Dienstleistungsbereich kommen.

3. Rahmenbedingungen der Kommunen

Die Engpässe auf dem Wohnungsmarkt treten vor allem im unteren und mittleren Einkommenssegment auf. Dies legt die Forderung nach mehr bezahlbarem Wohnraum nahe. Da die erzielbaren Renditen für solche Wohnprojekte geringer sind als die im hochpreisigen Segment, liegt eine Unterstützung des Wohnungsbaus von Seiten der öffentlichen Hand nahe. Im Folgenden sollen dazu zunächst die Rahmenbedingungen unter denen die Kommunen agieren betrachtet werden.

3.1 Finanzielle Aspekte

Zu den finanziellen Rahmenbedingungen, unter denen die deutschen Kommunen agieren, zählt zum einen die nach wie vor nicht überall völlig entspannte Haushaltslage. Hinzu kommen die verschiedenen Instrumente, mit denen sich die Kommunen Mittel beschaffen können, wenn die Steuereinnahmen nicht ausreichen.

3.1.1 Haushaltslage

Die Haushaltslage der Kommunen hat sich in den vergangenen Jahren deutlich verbessert. Der Haushaltsüberschuss betrug 2018 14 Mrd. Euro, nach 9,5 Mrd. Euro im Jahr 2017. Insgesamt weisen die kommunalen Finanzen seit etwa zehn Jahren eine Tendenz zum Überschuss auf. Die Haushaltsüberschüsse sind eine Folge der guten wirtschaftlichen Entwicklung seit der Finanzkrise und der seither steigenden Steuereinnahmen. Des Weiteren verfolgen die Kommunen, wie auch der Bund und die Länder, eine Konsolidierungspolitik, so versuchen die Kommunen der Maßgabe eines ausgeglichenen Haushalts nachzukommen. Damit soll die Neuverschuldung vermieden werden und im Optimalfall der Schuldenstand reduziert werden. Der Schuldenabbau seitens der Kommunen ist dabei vor allem im Hinblick auf die ab 2020 einzuhaltende Schuldenbremse für die Länder bedeutsam, da davon ausgegangen werden kann, dass diese auch die Kommunen z.B. durch geringe Zuweisungen seitens der Länder betreffen kann (KfW 2017, S.8). Die seit 2010 anhaltende Niedrigzinsphase entlastet die kommunalen Haushalte zusätzlich. Allein zwischen 2015 und 2017 ist der Anteil der Zinsausgaben an den bereinigten Ausgaben der Kommunen um 0,5 Prozentpunkte auf 1,2% gesunken. Dies entspricht einer Einsparung von rund 700 Mio. Euro³ (Statistisches Bundesamt 2018, Tab. 3.4.3.6).

Allerdings sind die Unterschiede zwischen den Kommunen teils gravierend (KfW 2017, S.7). So erzielen nur 45% der Kommunen mit 20.000 und mehr Einwohnern einen ausgeglichenen Haushalt. Auch der Anteil der Kommunen mit einem Haushaltssicherungskonzept liegt für große Kommunen deutlich höher. Beispielsweise unterliegen 46% der Kommunen mit über 50.000 Einwohnern einem Haushaltssicherungskonzept, während der Anteil bei Kommunen mit weniger als 5.000 Einwohnern lediglich bei 12% liegt.⁴ Insgesamt zeichnet sich ein Bild ab, bei dem große Kommunen eher eine angespannte Haushaltslage aufweisen als kleine.

Ein enger Zusammenhang von Haushaltspolitik und kommunalem Wohnungsbau/ -besitz wird bei Betrachtung der letzten 20 Jahre deutlich. Ende der 1990er Jahre sowie zu Beginn der 2000er wurden aufgrund der angespannten Haushaltslage vieler Kommunen umfassende Privatisierungsmaßnahmen eingeleitet. Betroffen war hiervon auch der kommunale Wohnungsbestand, denn gerade für größere Kommunen stellte der Verkauf des eigenen Wohnungsbestandes eine einfache Möglichkeit dar, ihre Schulden zu verringern. Im Zuge dessen hat sich die öffentliche Hand seit 1999 von rund 650.000 Woh-

³ Die Ausprägungen des Rückgangs der Zinsausgaben sind regional unterschiedlich. Die Kommunen Nordrhein-Westfalens verzeichneten sogar einen Anstieg der Zinsausgaben. Die stärksten Rückgänge konnten zuletzt in Bayern und Brandenburg verzeichnet werden (KfW (2017), S.8).

⁴ Kommunen unter einem Haushaltssicherungskonzept oder Haushaltskonsolidierungskonzept unterliegen einem von der Haushaltsaufsicht des jeweiligen Bundeslands genehmigten und kontrollierten, rechtlich verbindlichen Plan, mit dem über einen Zeitraum von höchstens zehn Jahren ein Haushalt mit vollständiger Ausgabendeckung erreicht wird.

nungen getrennt (BBSR 2017a, S. 8). Somit ist der Anteil öffentlich geförderter Wohnungen deutlich zurückgegangen. Mittlerweile haben die Kommunen auf die angespannte Lage auf dem Wohnungsmarkt reagiert. Zwischen 2014 und 2016 wurden netto nur noch 19.000 Wohnungen von öffentlichen Stellen verkauft.

3.1.2 Kommunale Finanzierungsinstrumente

Kommunalkredite

Die Fremdkapitalfinanzierung der Kommunen erfolgt hauptsächlich über den klassischen Bankkredit, auch Kommunalkredit genannt. Wichtigste Kreditgeber sind dabei meist örtliche Sparkassen, Banken mit Sonderaufgaben (z.B. KfW) und Landesbanken. Insgesamt entfallen ca. 75% des gesamten Kreditvolumens der Kommunen auf öffentliche Kreditinstitute. Die restlichen 25% werden u. a. von Großbanken abgedeckt. Entscheidend für die Auswahl der Kreditgeber sind für die Kommunen die Flexibilität der Konditionen sowie kurze und flexible Bearbeitungsabläufe. Dies beruht oft auf jahrelang gutgepflegten Beziehungen zwischen den Kommunen und örtlichen Kreditgebern, es besteht daher oftmals ein Vertrauensverhältnis (KfW 2017, S. 21f.). Vor allem bei einer Finanzierung durch die Sparkassen, welche sich in kommunaler Trägerschaft befinden, ist anzumerken, dass theoretisch die Zinszahlungen der Kommunen nach Abzug von Kosten durch Gewinnausschüttungen seitens der Sparkassen an ihre Träger wieder dem kommunalen Haushalt zugutekommen könnten. Voraussetzung ist hierbei natürlich, dass die jeweilige Sparkasse insgesamt einen Gewinn erwirtschaftet und diesen auch an ihren Träger ausschüttet. Dies war zuletzt nicht stets der Fall (FAZ 2016).

Ergänzt werden die Kommunalkredite durch Kassenkredite, welche der kurzfristigen Liquiditätssicherung dienen. Insbesondere Kommunen mit einer angespannten Haushaltslage greifen oft auf dieses kurzfristige Finanzierungsinstrument zurück.

Änderungen in der Bankenregulierung (insb. Basel III) könnten das Kreditangebot für die Kommunen in Zukunft reduzieren. Im Rahmen der internationalen Übereinkunft zur Regulierung von Banken „Basel III“ wird erwartet, dass es zu einer Steigerung der Kreditkosten kommt. Unter Basel III darf die Summe aller Aktiva (einschließlich aller außerbilanziellen Positionen) das 33-fache des Eigenkapitals nicht übersteigen. Diese neue Verschuldungsobergrenze ist unabhängig vom Kreditrisiko und betrifft damit auch Kredite an Kommunen. Da es sich beim Kommunalkredit für die Bank um ein margenarmes Geschäft handelt, könnten die Banken dieses in Zukunft durch ertragreichere Kredite ersetzen bzw. die Zinsen für Kommunalkredite den Zinsen für beispielsweise Unternehmen anpassen. Zudem stellt Basel III erhöhte Liquiditätsanforderungen an die Kreditinstitute. Langfristige Kredite müssen zukünftig auch langfristig refinanziert werden, die Möglichkeiten zur Fristentransformation werden eingeschränkt. Dies steigert die Refinanzie-

rungskosten und die Kreditkosten. Es ist mit einer Verteuerung gerade bei langfristigen Krediten für Kommunen und kommunale Unternehmen zu rechnen (BdB 2012, S. 7f.; Dedy 2014).

Schuldscheindarlehen und Anleihen

Zudem betreiben immer mehr Kommunen ein aktives Schuldenmanagement, in diesem Zusammenhang werden vermehrt Alternativen zum Kommunalkredit genutzt. Die sich verändernden Rahmenbedingungen der Bankkredite geben Anlass zu einer Verbreiterung der Investorenbasis im Rahmen eines aktiven Schuldenmanagements seitens der Kommunen. Die Einbeziehung von (institutionellen) Kapitalmarktinvestoren in die Kommunalfinanzierung kann den Kommunen langfristig ein Kreditangebot zu guten Konditionen sichern. Als alternative Finanzierungsinstrumente kommen vor allem Schuldscheindarlehen und Anleihen in Frage.

Bei Schuldscheindarlehen handelt es sich um bilaterale Darlehensverträge zwischen den Kommunen und einem i.d.R. institutionellen Investor. Die Konditionen sind dabei individuell verhandelbar, typischerweise beträgt das Volumen 10 bis 100 Mio. Euro bei Laufzeiten zwischen 2 und 10 Jahren. Im Vergleich zu einer Anleihe ist ein Schuldscheindarlehen kostengünstiger und eignet sich aufgrund des geringeren Investitionsvolumens auch für kleinere Kommunen, allerdings bedarf es meist eines Maklers (einer Bank) als Vermittler zwischen Kommune und Investor.

Eine Kapitalmarktanleihe funktioniert ähnlich wie ein Schuldscheindarlehen, nur werden die Konditionen so standardisiert, dass Anleihen am Kapitalmarkt handelbar sind. Dies ermöglicht die Einbeziehung eines größeren Investorenkreises, ist aber auch mit deutlich höheren Kosten verbunden. Die Konditionen werden im Vorfeld festgelegt und die Anleihe dann an verschiedene Investoren am Kapitalmarkt vergeben. Aufgrund der erhöhten Kosten bei der Begebung einer Anleihe eignet sie sich nur für größere Volumina ab ca. 100 Mio. Euro. Die Laufzeit beträgt ebenfalls häufig zwischen 2 und 10 Jahren (BdB 2012, S. 12f.). Kommunalanleihen sind wie beispielsweise Bundesanleihen am Kapitalmarkt handelbar, allerdings deutlich illiquider aufgrund des kleineren Marktes: dies führt zu einem Liquiditätsaufschlag. Weitere Risikoaufschläge, wie sie etwa bei Unternehmensanleihen zu beobachten sind, gibt es nicht, da die Verbindlichkeiten von Kommunen grundsätzlich durch die Länder und den Bund gedeckt sind, die ihrerseits als erstklassige Schuldner am Kapitalmarkt gelten. Folglich müsste der Zinssatz für eine Kommunalanleihe zwischen dem einer Bundesanleihe und dem Zinssatz eines Kommunalkredits liegen; über die Höhe der Zinsen von Kommunalkrediten liegen allerdings kaum verallgemeinerbare empirischen Daten vor (Zipfel und Mann 2012, S. 12). Da sich Anleihen nur für größere Volumina eignen, bietet sich die Kooperation verschiedener Kommunen in Form einer Emission einer gemeinsamen Anleihe an, wie es schon bei der „Rühranleihe“ prakti-

ziert wurde (Dedy 2014, S. 7). Zu prüfen wäre hier auch die Einrichtung von Finanzagenturen, welche den Kreditbedarf der Kommunen bündeln und so auch kleinen Kommunen den Zugang zum Anleihemarkt ermöglichen. Dies würde zugleich den Verwaltungsaufwand für die einzelnen Kommunen senken und die Kompetenzen für die Begebung von Anleihen bündeln. Beispiele hierfür gibt es bereits u.a. in Schweden, Schweiz, Dänemark, Finnland und Norwegen (Zipfel und Mann 2012, S. 6ff.). Im aktuellen Niedrigzinsumfeld und dem teilweise vorherrschenden Anlagedruck für institutionelle Investoren können kommunale Anleihen mit einer erhöhten Rendite im Vergleich zu Bundesanleihen bei gleichzeitiger praktischer Risikolosigkeit eine attraktive Anlage darstellen (KFW 2014; Vetter und Zipfel 2014, S. 8).

3.2 Personelle Aspekte

Vor dem Hintergrund der finanzwirtschaftlichen Konsolidierungspolitik und der jahrelang sehr niedrigen Bauaktivität hat sich die personelle Ausstattung der Behörden stark verändert. In Bezug auf den Wohnungsbau stehen hier zunächst vor allem die Stadtplanungs- sowie Hoch- und Tiefbauämter der Kommunen im Fokus. Untersucht wird dieser Zusammenhang in Studien immer wieder in Bezug auf den Investitionsstau in den Kommunen. Es stellt sich heraus, dass es oftmals nicht an den finanziellen Mitteln (durch Fördermittel und günstiges Fremdkapital) fehlt, sondern mangelnde Planungskapazitäten Infrastrukturinvestitionen verhindern (Brand und Steinbrecher 2016, S.1ff.). Durch jahrelangen Stellenabbau im Bereich Bauen und Wohnen fehlt den Ämtern das Personal zur Umsetzung von Investitionsvorhaben.

Dies betrifft in besonderer Weise auch das Wohnungsangebot. Wenn es zu Zuwanderung in eine Stadt kommt und damit die Nachfrage nach Wohnraum langfristig steigt, bedarf es neuer Wohnungen. Im einfachen Fall wird auf vorhandenen als Bauland ausgewiesenen Grundstücken gebaut. Hierzu bedarf es lediglich einer Baugenehmigung, bei einem Personalmangel im Bauamt der entsprechenden Kommune können sich aber die Bearbeitungszeiten entsprechend verlängern. Dies führt dazu, dass das Wohnungsangebot, welches von Natur aus nur langsam reagieren kann, verzögert auf die gestiegene Nachfrage reagiert. Dieses Problem verschärft sich, wenn in einer Kommune zunächst neue Flächen mittels Bebauungsplänen als Bauland für Wohnungen ausgewiesen werden müssen. Hierfür ist der Verwaltungsaufwand nochmals aufwendiger und erfordert mehr Fachpersonal. Kommunen mit Personalmangel greifen hierbei auf externe Planungsbüros zurück. Auch diese externen Büros können allerdings bei einer regional hohen Baunachfrage bereits ausgelastet sein und längere Bearbeitungszeiten benötigen. Sollte gar die Planung neuer Stadtteile nötig sein, um der Wohnungsnachfrage gerecht

zu werden, so stellt dies die Kommunen vor immense Aufgaben, welche mit einer knappen Personaldecke nur schwer zu bewältigen sind.

3.3 Wohnungspolitik

In Folge von Zuwanderung in eine Stadt kann man gewisse Standardreaktionen und Anpassungsmuster der Kommunen beobachten. Mit beginnendem Anstieg der Einwohnerzahl kommt es in der Regel zunächst zur sogenannten Innenentwicklung. Dabei werden vorhandene Flächen im Stadtgebiet für den Wohnungsbau genutzt. Hierbei werden zunächst die Flächen aktiviert, welche den geringsten Aufwand für eine Umnutzung benötigen. Ebenso können bestehende Wohngebäude ausgebaut werden, beispielsweise durch Aufstockung der Gebäude. Bei weiter hoher Wohnungsnachfrage kommen dann auch Umnutzungen größerer Flächen in Frage. Dabei kann beispielsweise brachliegendes Industriegelände einer Umnutzung unterzogen werden, dies ist allerdings gerade von kommunaler Seite mit erhöhtem planerischen Aufwand verbunden. Dementsprechend sind der zeitliche Aufwand solcher Maßnahmen und die korrespondierenden Kosten höher.

Die Innenentwicklung ist aus Nachhaltigkeitsgesichtspunkten zu priorisieren, allerdings ist das Potenzial der Innenentwicklung allgemein schwer abzuschätzen. Im Zuge des aktuellen Wohnungsengpasses in den Großstädten gibt es erste Ansätze, Baulücken systematisch zu erfassen. Dies ermöglicht potenziellen Investoren einen besseren Überblick über die verfügbaren Flächen (Deutscher Städtetag 2014, S. 10f.). Grundsätzlich ist das Potenzial der Innenentwicklung jedoch beschränkt und kann nur zu einer bestimmten Angebotsausweitung beitragen. Eine erhöhte, länger anhaltende Zuwanderung in die Städte macht eine räumliche Ausdehnung der Stadt unausweichlich.

Die Erschließung neuer Stadtteile als umfangreichstes Mittel der Angebotsausweitung an Wohnfläche ist ein komplexes Unterfangen für jede Kommune. Auf diese Weise kann beispielsweise wie in Freiburg die Grundlage für 10.000 neue Wohnungen geschaffen werden (BBSR 2017b, S. 96). Hierbei ist vor allem eine gute infrastrukturelle Anbindung notwendig, um den neuen Stadtteil attraktiv bzw. nutzbar für die Einwohner zu gestalten, besonders in Bezug auf die Erreichbarkeit von Arbeitsplätzen. Die Erschließung eines neuen Stadtteils stellt die Städte allerdings vor verschiedene Probleme. Zunächst ist ein hoher personeller und finanzieller Aufwand im Vorfeld nötig. Zudem ist die Erschließung neuer Flächen unter Nachhaltigkeits- und Umweltaspekten kritisch zu betrachten. Planung und Umsetzung können sich daher verzögern oder gar scheitern. Des Weiteren haben Städte oftmals bereits ihre Gebietsgrenzen ausgereizt, so dass nur mittels einer Zusammenarbeit mit angrenzenden Gemeinden und Landkreisen eine Ausdehnung möglich ist (BBSR 2017b, S. 94f.).

Für die Erschließung neuen Baulands (bzw. Umnutzung bestehenden Baulands) gibt es seitens der Kommune verschiedene Möglichkeiten, Baurecht zu schaffen. Die klassische Angebotsplanung, bei der die Kommune die Planung, Bodenordnung und Erschließung übernimmt, birgt gewisse Nachteile für diese. Die Wertsteigerungen, welche sich durch die baurechtliche Aufwertung ergeben, verbleiben dabei komplett bei den Grundstückseigentümern / Investoren, während die Kommune die Kosten für die Entwicklung trägt. Ebenso hat die Kommune im Rahmen der klassischen Angebotsplanung kaum Einfluss auf eine zeitige Umsetzung der Bauvorhaben sowie auf die Schaffung bezahlbaren Wohnraums (DV 2016, S. 15f.). Im Folgenden sollen darüber hinausgehende Möglichkeiten vorgestellt werden, welche der Kommune ermöglichen, ihren Einfluss zu steigern und ihre stadtplanerischen Ziele zu erreichen.

3.3.1 Instrumente zur Baulandentwicklung

Baulandmodelle bieten den Kommunen weitreichende Möglichkeiten, eine quantitativ ausreichende Versorgung mit bezahlbarem Wohnraum sicherzustellen. Gerade in Städten mit einer zunehmenden Anzahl an Haushalten steht hierbei auch stets die angemessene Beteiligung der Planungsbegünstigten an den Kosten der Entwicklung mit im Fokus.

Zwischenerwerb von potentielltem Bauland

Eine Variante der gezielten Stadtentwicklung ist der Zwischenerwerb von Grundstücken durch die Kommune. Die Kommune kauft dabei zunächst i.d.R. nicht entwickelte Grundstücke, erschließt diese, schafft Baurecht und verkauft sie dann weiter. Der Gewinn durch die Aufwertung der Grundstücke dient dabei der Refinanzierung der entstandenen Entwicklungskosten. Das Konzept des Zwischenerwerbs kann sich auf einzelne kurzfristige Projekte beziehen, aber ebenso im Rahmen einer langfristigen Bodenvorratspolitik betrieben werden. Hierbei kauft die Stadt langfristig Grundstücke auf, auch wenn für diese noch keine konkreten Planungen vorliegen, und erschließt sie als Bauland, sobald der Bedarf besteht. Hierdurch kann potenzielles Bauland meist kostengünstig erworben werden (DV 2016, S. 17f.).

Das Modell des Zwischenerwerbs zur Steuerung des Baulandes ist allerdings durch die angespannte Haushaltslage mancher Kommunen eingeschränkt. So kann es den Kommunen an den nötigen finanziellen Mitteln fehlen, um Grundstücke zum Zwischenerwerb zu kaufen (Deutscher Städtetag 2014, S. 15). Eine Lösung können revolving Bodenfonds sein, welche die entstandenen Gewinne aus An- und Verkauf von Grundstücken für den Erwerb weiterer Grundstücke nutzen, diese bedürfen allerdings einer gewissen Grundausstattung mit Grundstücken oder Kapital. Ebenso können Projektgesellschaften/Trägergesellschaften für den Zwischenerwerb genutzt werden.

Zudem ist die Kommune beim Zwischenerwerb auch immer einem Vermarktungsrisiko ausgesetzt. So ist bei Ankauf der Grundstücke nicht sicher, ob diese auch kostendeckend oder mit Gewinn wieder verkauft werden können. In Städten mit einem angespannten Wohnungsmarkt, der oftmals auch mit einem Mangel an Bauland einhergeht, ist dieses Risiko allerdings gering.

Zielgerichtete Zuführung von Bauland

Der Zwischenerwerb allein schafft noch keinen bezahlbaren Wohnraum. Erst im Rahmen einer gezielten Zuführung des Baulandes an Investoren ist dies möglich. Hierzu kann die Kommune auf verschiedene rechtliche Instrumente zurückgreifen. Zunächst kann sie ihre im Rahmen des Zwischenerwerbs gehaltenen Grundstücke nur unter Auflagen veräußern. Hierzu eignet sich vor allem das Instrument der städtebaulichen Verträge. In einem solchen Vertrag kann dezidiert festgelegt werden, welche Bedingungen der Investor zu erfüllen hat, wenn er das Grundstück erwirbt. Im Rahmen der Grundsätze von Angemessenheit, Kopplungsverbot und Kausalität⁵ kann hier eine Beteiligung des Käufers an den Entwicklungskosten des Grundstücks erfolgen. Ebenso können Auflagen zur zeitnahen Umsetzung sowie zur verbindlichen Schaffung von gefördertem bzw. bezahlbarem Wohnraum getroffen werden (DV 2016, S. 19.).

Das Instrument der auflagengebundenen Vergabe von Grundstücken kann auch direkt an das Baurecht gekoppelt werden. Beispielhaft ist hier das Münchener Modell der „Sozialgerechten Bodennutzung“ (SoBoN) zu nennen. Hierbei erfolgt eine Schaffung von Baurecht erst, wenn sich der Antragsteller mit den Modalitäten der SoBoN einverstanden erklärt. Dieses Modell erfährt immer Anwendung, wenn Planungskosten für die Kommune entstehen und zudem die Planung zu einer deutlichen Bodenwertsteigerung führt. Auflage des SoBoN ist unter anderem, dass ein festgesetzter Prozentsatz (30%) des geschaffenen Wohnbaurechts für Zwecke des sozial gebundenen Wohnungsbaus zur Verfügung gestellt werden muss. Erweitert wurde dieses Modell zuletzt um eine Quote (10%) für den preisgedämpften Mietwohnungsbau (Landeshauptstadt München).

Vorstellbar sind hier diverse Konstellationen und Auflagen, welche die Stadt im Zuge der Schaffung von Baurecht auferlegen kann, um eine sozialgerechte Wohnraumentwicklung in der Stadt zu gewährleisten. Beispiele sind die konzeptbezogene Vergabe der Stadt Hamburg oder das Konzept der Stadt Münster, bei dem Grundstücke an Investoren verkauft werden, welche die geringste Startmiete anbieten (DV 2016, S. 32, 44).

⁵ Angemessenheit: Die durch die Baulandentwicklung entstehenden Vorteile und die Leistungen der Planungsbegünstigten müssen in einem angemessenen Verhältnis stehen: keine pauschale Abschöpfung der Bodenwertsteigerungen. Kopplungsverbot: Lediglich für die städtebauliche Entwicklung und Ordnung erforderliche Ziele dürfen verfolgt werden. Kausalität: Nur Kosten, welche im Zusammenhang mit der Baulandentwicklung stehen, sind übertragbar.

Bei vielen Baulandmodellen verbleibt etwa ein Drittel der Bodenwertsteigerungen beim Planungsbegünstigten, so dass weiterhin ein Anreiz für Investitionen besteht. Eine derartige Festsetzung ist nicht notwendig, es bestehen auch Konzepte mit einem geringeren Anteil. Ebenso ist ein variabler Anteil in Abhängigkeit des Bodenpreisniveaus denkbar. Wichtig erscheint für Investoren hierbei vor allem die Transparenz und Kalkulierbarkeit der Auflagen. Bei der Kombination von Auflagen und Kostenbeteiligungen sollte allerdings stets eine Gesamtkalkulation zugrunde liegen, um eine positive Rendite für die Investoren zu gewährleisten und den Investitionsanreiz zu erhalten (DV 2016, S. 21).

Risiken bestehen für die Kommune bei diesen kooperativen Baulandmodellen kaum, lediglich der Zwischenerwerb ist bei unsicherer Entwicklung des Wohnungsmarktes mit einem Vermarktungsrisiko behaftet. Allerdings sollte auf eine konsequente und möglichst flächendeckende Anwendung des kommunal auferlegten Baulandmodells geachtet werden, um ein räumliches Ausweichen der Investoren zu verhindern. Ebenso gilt es, in weniger vom Anstieg der Bevölkerungszahlen betroffenen Regionen / Kommunen stets eine eventuelle Konkurrenz durch Nachbarkommunen, welche unter Umständen für Investoren günstigere Bedingungen vorhalten, zu beachten. Hier kommt der Abstimmung der Kommunen im regionalen Raum besondere Bedeutung zu.

Des Weiteren ist zu beachten, dass eine Quotierung für geförderten Wohnungsbau zu einer Verdrängung der nächsthöheren Einkommensklassen führen kann. Wenn ein Investor seine Rendite trotz Auflagen und Quotierungen konstant halten will, kann er den Verlust, den er durch die Schaffung von geförderten Wohnungen erfährt, in einem durch geringes Angebot gekennzeichneten Wohnungsmarkt, auf die anderen Mieter umlegen. Dies führt dann zu einer Verdrängung der Mieter, welche zwar zu viel Einkommen für den Bezug einer geförderten Wohnung aufweisen, jedoch zu wenig Einkommen haben um sich die Mieten der freifinanzierten Wohnungen zu leisten. Denkbar wären hier Modelle mit einer möglichst kontinuierlichen Quotierung, bei der bewusst für verschiedene Einkommenschichten Wohnraum eingeplant wird.

Mengeneffekte können aber auch diese Modelle nur erzielen, wenn ausreichend Baurecht geschaffen wird, um der in den Großstädten gestiegenen Nachfrage gerecht zu werden. Die Modelle können lediglich das Angebot durch Quotierungsregelungen gezielter steuern als die klassische Angebotsplanung.

3.3.2 Kommunaler Wohnraum

Eine weitere Möglichkeit zur sozialgerechten Wohnraumversorgung besteht für die Kommunen in der Unterhaltung eigener Wohnungsbaugesellschaften. Primäres Ziel ist dabei in der Regel die Versorgung derjenigen Bevölkerungsgruppen, welche Probleme haben, auf dem freien Markt eine entsprechende Wohnung zu finden. Dabei handelt es

sich nicht nur um Personen, die aus finanziellen Gründen Probleme haben eine Wohnung zu finden, sondern auch um Personengruppen, die aufgrund erheblicher persönlicher Probleme keinen Zugang zu geeignetem Wohnraum haben (Haug et al. 2012, S. 65).

Die Wohnungsbestände der kommunalen Gesellschaften gehen oftmals aus direktem kommunalem Besitz hervor und werden in einer Wohnungsbaugesellschaft zur besseren Verwaltung gebündelt. Darüberhinausgehende Bestandserweiterungen bedürfen einer Finanzierung. Hierzu kann entweder die Kommune als Eigentümer direkt das Stammkapital der Gesellschaft erhöhen, um Investitionsprojekte zu ermöglichen oder die Investitionen werden über Fremdkapital in Form von Bankkrediten finanziert. Die Kommune stellt dabei in der Regel durch Verträge mit ihrer Gesellschaft sicher, dass die zugeführten Mittel dem sozialgerechten Wohnungsbau zugeführt werden.

Bei der aktuell angespannten Wohnungsmarktlage in den Ballungszentren sehen sich die kommunalen Wohnungsbaugesellschaften allerdings ebenso wie die privatwirtschaftlichen Investoren mit hohen Grundstückspreisen konfrontiert. Die Schaffung von neuem bezahlbarem Wohnraum ist hierdurch unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten kaum mehr zu realisieren. Bauprojekte auf neuem Bauland entstehen durch die kommunalen Wohnungsbaugesellschaften daher fast ausschließlich auf Flächen, welche von der Kommune an die Wohnungsbaugesellschaft übertragen bzw. deutlich unter Marktpreis verkauft wurden (BBSR 2017b, S. 88).

Dieses Ziel erreichen die kommunalen Gesellschaften meist durch die Bereitstellung von verbilligtem Wohnraum mittels einer direkten Senkung der Nettokaltmiete. Allgemein haben kommunale Wohnungsbaugesellschaften vor allem in angespannten Wohnungsmarktlagen eine wichtige Funktion als Anbieter bezahlbaren Wohnraums. Kosten im haushaltsrechtlichen Sinn entstehen der Kommune nicht. Da sie den Wohnraum unter der ortsüblichen Miete anbietet, entgehen ihr allerdings Einnahmen.

Kritische Betrachtung

Aus ordnungspolitischer Sicht sind die kommunalen Wohnungsbaugesellschaften umstritten, da es sich um ein eigentlich privatwirtschaftliches Tätigkeitsfeld handelt. Ein staatlicher Akteur, welcher bei anhaltenden Verlusten nicht direkt mit der Insolvenz rechnen muss, kann den Wettbewerb auf einem Markt verzerren. Bei Marktversagen kann ein Eingriff gerechtfertigt sein. Zudem kann es außerökonomischer Ziele, wie beispielsweise die soziale Kohäsion, geben, die sich über die Gestaltung wirtschaftlicher Rahmenbedingungen nicht steuern lassen. Ob ein Eingriff allerdings in Form von einem eigenen Unternehmen der Kommune erfolgen ist Streitbar (Haug et al. 2012, S. 22f.) und wird stets auch vom Einzelfall abhängen.

Typischerweise reichen die kommunalen Wohnungsbestände nicht aus, um alle theoretisch anspruchsberechtigten Personen mit kommunal vergünstigtem Wohnraum zu versorgen. Diese Förderung nur einiger Berechtigter kann zu Ungerechtigkeiten in der Zuteilung sozialer Unterstützung führen. Daher steht den Kommunen auch das Instrument der Wohngeldzuteilung zur Verfügung. Diese Subjektförderung ermöglicht die bedarfsgerechte Senkung der effektiven Miete aller anspruchsberechtigten Personen (Eekhoff 2002, S. 170f.; sowie nächster Abschnitt). Ergänzend kann eine Kommune auch Belegungsrechte bei privaten Wohnungseigentümern erwerben, um so einen direkten Zugriff auf Wohnungen zu haben, welche dann beispielsweise an Personen mit erheblichen persönlichen Problemen vergeben werden können.

Weiter ist anzumerken, dass kommunale Wohnungsbaugesellschaften keine signifikant unterschiedliche Mieterstruktur als private Wohnungsbaugesellschaften aufweisen. Sie agieren also im selben Kundensegment wie die Privaten und können beispielsweise nicht eine erhöhte Anzahl von Haushalten mit geringem Einkommen als Mieter im Vergleich zu anderen Vermietern aufweisen. Dies und der Umstand, dass die angebotenen Mieten sich ebenfalls nicht signifikant unterscheiden, stellt ihre Notwendigkeit in Frage (Haug et al. 2012, S. 23).

Im Kontrast hierzu steht die These, dass kommunale Wohnungsbaugesellschaften neben der Wohnraumversorgung und dem daraus resultierenden betriebswirtschaftlichem Ergebnis für die Kommune weitere Tätigkeiten übernehmen, deren „Rendite“ sich positiv für die Stadt auswirkt. Zusammengefasst werden diese Externalitäten unter dem Begriff „Stadttrendite“. Hierzu zählen unter anderem die soziale Begleitung bzw. Beratung von Mietern sowie die Bereitstellung sozialer Infrastruktur in Form von Bürgertreffs und ähnlichen Einrichtungen, welche von privatwirtschaftlichen Akteuren kaum realisiert werden. Zudem können kommunale Wohnungsbaugesellschaften im Rahmen von Pilotprojekten im Bereich der Stadtteilentwicklung oder der erneuerbaren Energien tätig werden. Diese Pilotprojekte sind dabei oft mit einem erheblichen betriebswirtschaftlichen Risiko behaftet und werden daher von privaten Investoren zunächst gemieden.

Hierzu ist anzumerken, dass der Begriff der Stadttrendite nicht abschließend definiert, zu dem schwer zu quantifizieren und damit mit anderen Fördermöglichkeiten schwer zu vergleichen ist. Ebenfalls ist zu prüfen, ob nicht auch jeweils die direkte Förderung einzelner Projekte oder eine Anreizpolitik in Form von vergünstigtem Bauland oder steuerlichen Vorteilen dieselben positiven Effekte erzielen kann (BMVBS, BBR 2008, S. 20ff.; Haug et al. 2012, S. 23f.).

Risiken für die Kommune

Durch eine Wohnungsbaugesellschaft geht die Kommune ein direktes wirtschaftliches Risiko ein. Verluste einer Gesellschaft müssen langfristig vom kommunalen Haushalt ge-

tragen werden. Diese Verluste können dabei vor allem durch zu hohe Leerstandsquoten verursacht werden. Dies stellt in den angespannten Wohnungsmärkten der Großstädte allerdings aktuell kein akutes Risiko dar. Sollte es allerdings wieder zu einer entspannten Wohnungsmarktlage kommen, wie in den 2000er Jahren, kann hieraus eine Belastung für die kommunalen Haushalte entstehen und eine erneute Privatisierungswelle auftreten. Zudem muss die kommunale Wohnungsbaugesellschaft für die Bewirtschaftung, Instandhaltung und Modernisierung der Wohnungen aufkommen. Kann dies von der Gesellschaft nicht eigenständig finanziert werden, bedarf es finanzieller Hilfe von der Kommune. Alternativ kann die individuelle Bedarfs- bzw. Projektförderung der Kommune einen besseren Kostenüberblick gewährleisten.

3.3.3 Wohngeld

Neben der direkten Bereitstellung von Wohnraum durch die Kommune besteht die auf Bundesebene geregelte Subjektförderung mittels Wohngeld. Das von Bund und Ländern zu gleichen Teilen finanzierte Wohngeld dient der Unterstützung von einkommensschwachen Haushalten, welchen jedoch keine vollkommene Kostenübernahme im Rahmen vom SGB II zusteht. Es stellt einen Zuschuss zu den Wohnkosten dar und wird an selbstnutzende Eigentümer und Mieter gezahlt. Da nicht die gesamten Kosten übernommen werden, entfaltet das Wohngeld eine Anreizwirkung für die Empfänger, Wohnkosten zu sparen (z.B. Heizkosten). Da das Wohngeld allen Berechtigten gezahlt werden kann und damit nicht nur diejenigen von einer Förderung profitieren, welche eine geförderte Wohnung bewohnen können, stellt es eine „gerechtere“ Fördermöglichkeit dar.⁶

Die aktuell angespannte Wohnungsmarktlage betrifft nicht nur Haushalte mit geringem Einkommen, welche wohngeldberechtigt sind, sondern auch Haushalte mit mittlerem Einkommen. Die steigenden Mieten führen auch bei Ihnen zu einem Anstieg der Wohnkosten auf über den als normal angesehenen Anteil von 30% bis 35% am Einkommen. Zu prüfen wäre, ob die Kommune, anstatt kommunalen Wohnraum zu schaffen, ein kommunales Wohngeld zahlen könnte, welches einen größeren Empfängerkreis hat als das von Bund und Ländern finanzierte Wohngeld. Dies würde die effektive Mietbelastung der Haushalte in der Zielgruppe verringern.

Allerdings sollte eine Wohngeldförderung, unabhängig ob kommunal oder Bund/Länder finanziert, stets von einer aktiven Baulandpolitik ergänzt werden. Bleibt nämlich das Wohnungsangebot fix bei gleichzeitig steigender Bevölkerungs- und Haushaltszahl, so führt eine Wohngeldzahlung von öffentlicher Stelle lediglich zu einer Verlagerung der Wohnungsproblematik in höhere Einkommens- und Mietsegmente. Kurzfristig würden

⁶ Vorausgesetzt die Nachfrage nach gefördertem Wohnraum ist höher als das Angebot, wovon bei den geringen kommunalen Beständen auszugehen ist.

zwar die leistungsempfangenden Haushalte profitieren, mittel- und langfristig würde das Wohngeld allerdings vor allem dem Einkommen der Vermieter zugute kommen, da sie bei einem starren Wohnungsangebot eine Monopolstellung auf dem Wohnungsmarkt einnehmen können. Ziel einer Wohnungspolitik sollte stets die Förderung des Wettbewerbs zwischen den Vermietern sein.

Des Weiteren ist bei einem kommunalen Wohngeld zu beachten, dass dies in der kurzen Frist eine Anreizwirkung für einen Zuzug von Personen aus Kommunen mit ähnlichen Mieten aber ohne kommunales Wohngeld entfaltet. Die Wohnungssituation könnte sich durch die kurzfristige Attraktivitätssteigerung der Kommune zusätzlich verschlechtern.

3.4 Zusammenfassung kommunale Ausgangslage

Die Lage der Kommunen ist aus finanzieller Sicht meist durch eine Konsolidierungspolitik geprägt, welche nur begrenzte Spielräume aufweist. Dies erschwert es den Kommunen, eine effektive Wohnungspolitik umzusetzen. Zum einen verhindern finanzielle Aspekte den Ankauf von Grundstücken für eine Bodenvorratspolitik und damit auch die Ausstattung kommunaler Gesellschaften mit günstigem Bauland. Zum anderen verzögert eine geringe personelle Ausstattung der Bereiche Bauen und Wohnen in den Kommunen allgemein die Planungs- und Genehmigungsverfahren in den Kommunen. Auch externe Dienstleister können dies aufgrund der aktuell hohen Auslastung im Baugewerbe nur bedingt abfangen. Allgemein stehen den Kommunen allerdings vielfältige und weitreichende Instrumente zur Verfügung, um die Rahmenbedingungen des Wohnungsmarktes zu gestalten. Basis für bezahlbaren Wohnraum bleibt allerdings die ausreichende Verfügbarkeit von bezahlbarem Bauland, welche aktuell kaum gegeben ist (DV 2014, S. 21; BBSR 2017b, S. 88). Hier kann es sein, dass die Innenentwicklung bei anhaltender Zuwanderung in die Städte nicht ausreicht. Aufgabe der Kommunen muss daher eine vorausschauende Baulandplanung sein.

4. Rahmenbedingungen der Investoren

Angesichts der angespannten Finanzlage der Kommunen stellt sich die Frage, ob privates Kapital dafür gewonnen werden kann, in die Schaffung von preisgünstigem Wohnraum zu investieren. Die Rahmenbedingungen dafür sind durchaus günstig. Im Verlauf der jahrelangen Niedrigzinsphase ist die Verzinsung von sicheren oder nahezu sicheren Anlagen wie deutschen Bundesanleihen stark gefallen und lag zuletzt nur wenig über null

(vgl. Meier und Brandt 2017). Gerade institutionelle Anleger, die ihren Kunden Mindestverzinsungen in bestimmter Höhe garantiert haben, suchen verstärkt nach Anlagemöglichkeiten, mit deren Renditen sie ihre Verpflichtungen zu bedienen in der Lage sind (vgl. Meier 2018). Die Schaffung von kommunalem Wohnraum kann für institutionelle Investoren grundsätzlich eine Anlageform darstellen.

Im Folgenden wird untersucht, welche Investoren und Investorengruppen potentiell als Kapitalgeber an dem Konzept interessiert sein könnten und welche Anlagehorizonte, Renditeansprüche, Risikobereitschaft und Liquiditätsanforderungen diese haben. Auch ihre speziellen Ansprüche, Erwartungen und Forderungen an Investitionsprojekte im Rahmen einer Zusammenarbeit mit einer Kommune sollen heraus gearbeitet werden. Schließlich soll hier auch abgeschätzt werden, welches Investitionsvolumen sich potentiell aktivieren ließe.

4.1 Institutionelle Investoren

Als institutionelle Investoren lassen sich in Anlehnung an Gahn (1994, S. 11) Anleger bezeichnen, die folgende vier Merkmale aufweisen:

- . Es handelt sich um juristische Personen.
- . Es sind Anlagemittel in erheblichem Umfang vorhanden.
- . Es besteht eine Organisationsstruktur.
- . Es besteht Professionalität bei der Kapitalanlage.

Im Kern handelt es sich um Kapitalsammelstellen, die Gelder für Dritte professionell anlegen und verwalten. In Deutschland trifft die obige Definition im Wesentlichen auf die folgenden Anlegergruppen zu:

- . Versicherungsgesellschaften
- . Altersvorsorgeeinrichtungen (Pensionskassen, Versorgungswerke)
- . Kapitalverwaltungsgesellschaften (Publikumsfonds)
- . Unternehmen, die Kapitalanlage für Dritte betreiben (Family Offices)
- . Stiftungen
- . Banken
- . Kirchen
- . Öffentliche Hand

Nimmt man das in indirekten, also über Finanzintermediäre verwaltete Kapital zum Maßstab, stellen Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen zusammen mit den Publi-

kumsfonds die mit Abstand größte Gruppe der institutionellen Anleger.⁷ Im Jahr 2018 wurde in Deutschland Kapital in Höhe von knapp 3.000 Mrd. Euro verwaltet (BVI 2019). Etwa ein Drittel davon befand sich in offenen Publikumsfonds, die von Kapitalverwaltungsgesellschaften aufgelegt worden sind. Mehr als die Hälfte des gesamten verwalteten Kapitals (rund 1.600 Mrd. Euro) wurde von Spezialfonds für andere institutionelle Investoren angelegt. Den größten Anteil daran hatten die Versicherungsgesellschaften und die Altersvorsorgeeinrichtungen, auf die zusammen knapp 60% entfiel (Kommaalpha 2018). Unter den verbleibenden Investorengruppen spielen insbesondere Stiftungen und Banken, mit zusammen etwa 20% des Spezialfondsvolumens im Jahr 2017, eine größere Rolle.

Das Anlagekapital in Deutschland ist somit sehr umfangreich. Und es steigt stetig, und zwar spürbar. Im Jahr 2017 kam neues Anlagekapital in Höhe von 87,6 Mrd. Euro hinzu. Allein 27 Mrd. Euro davon gingen auf die Mittelzuwächse bei den Versicherern zurück, weitere große Anteile entfielen auf Pensionskassen und Versorgungswerke, Unternehmen und Stiftungen sowie Banken (Telos 2018, S. 77).

Die professionelle Kapitalanlage zeichnet sich durch ein zielgerichtetes, strukturiertes und transparentes Vorgehen aus, das auch als Investmentprozess bezeichnet wird (Loos 2005). Ein solcher Prozess beginnt bei der Beschaffung des Eigen- und ggf. Fremdkapitals, geht dann über die Analyse der Ausgangslage zur Formulierung einer Investitionsstrategie und mündet schließlich in deren Umsetzung am Markt, wobei die dort erzielten Ergebnisse in einer Rückkopplungsschleife zurück in die Analyse und die Strategieformulierung fließen. Bei der Formulierung ihrer Investitionsstrategie müssen die institutionellen Anleger die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere die Lage und die Entwicklungstendenzen an den weltweiten Finanzmärkten in Rechnung stellen; steuerliche Aspekte können ebenfalls eine nicht unbedeutende Rolle spielen.

4.2 Regulatorischer Hintergrund

Die meisten institutionellen Investoren haben außerdem umfangreiche regulatorische Vorschriften für die Kapitalanlage zu berücksichtigen. So ist etwa die allgemeine wie immobilienbezogene Kapitalanlagetätigkeit von Versicherungsunternehmen und im Grundsatz auch die von berufsständischer Versorgungswerke⁸ durch das Versicherungsauf-

⁷ Dabei ist zu berücksichtigen, dass viele institutionelle Investoren, insbesondere die größeren, ihre Kapitalanlagen nicht von Finanzintermediären verwalten lassen, sondern diese selbst, also direkt anlegen. Insofern dürfte sich die tatsächliche Verteilung der gesamten Anlagegelder von denen im Rahmen von Spezialfondsmandaten verwalteten unterscheiden (vgl. auch Telos 2018, S. 79).

⁸ Trotz der gemeinsamen Rechtsgrundlage gilt die Regulierung der Versorgungswerke als weniger streng. Für Versorgungswerke gilt hinsichtlich ihrer Kapitalanlagen nur die Anlageverordnung, die bis zur Einfüh-

sichtsgesetz (VAG) geregelt; ähnlich restriktiv ausgerichtet sind die entsprechenden für Kapitalverwaltungsgesellschaften verbindlichen Normen des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB). Die „Anlagegrundsätze für das gebundene Vermögen“ sind in § 54 VAG niedergelegt. Dort heißt es in Paragraph (1):

Die Bestände des Sicherungsvermögens (§ 66) und das sonstige gebundene Vermögen gemäß Absatz 5 (gebundenes Vermögen) sind unter Berücksichtigung der Art der betriebenen Versicherungsgeschäfte sowie der Unternehmensstruktur so anzulegen, dass möglichst große Sicherheit und Rentabilität bei jederzeitiger Liquidität des Versicherungsunternehmens unter Wahrung angemessener Mischung und Streuung erreicht wird.

Oberstes Ziel ist es danach, die Verpflichtungen gegenüber Kunden dauerhaft erfüllen zu können. Sicherheit hat in den Anlagegrundsätzen höchste Priorität zu genießen (vgl. dazu auch BaFin 2017). Die Zielgröße Sicherheit impliziert, dass eine Kapitalanlage uneingeschränkt zurückgezahlt werden kann, hat also zum Ziel, dass mindestens deren Nominalwert erhalten bleibt. Das Sicherheitsziel soll dabei für jede einzelne (in-) direkte Kapitalanlage sowie für den Gesamtkapitalbestand erfüllt werden (BaFin 2017). Ein Mittel zur Erreichung einer höheren Sicherheit des Gesamtkapitalbestandes ist die Streuung der Anlagen. Durch sie wird ein Ausgleich der Risiken der Einzelanlagen erreicht. Bei Versicherern etwa darf auf eine Anlageart nicht mehr als 50 Prozent des Anlagebestands entfallen (BaFin 2017).

Darüber hinaus soll für die Kapitalanlagen eine Wertsteigerung angestrebt werden; die Anlage soll einen Ertrag erwirtschaften. Bei Lebensversicherungen ist die Rentabilität der Kapitalanlagen sogar zwingend, da dadurch die den Versicherungskunden garantierte Verzinsung sowie idealerweise darüber hinaus gehende Überschüsse erwirtschaftet werden.⁹ Die Rentabilität der Anlagen ist für den Gesamtbestand sowie für jede Einzelanlage sicherzustellen (BaFin 2017).

Schließlich ist nach VAG die Liquidität des Versicherungsunternehmens sicherzustellen. Die Liquidität einer Anlage lässt sich durch den höchsterzielbaren Geldbetrag definieren, der sich bei ihrem Verkauf für diese in einem bestimmten Zeitintervall erzielen lässt (Leijonhufvud 1973, S. 79). Ein Vermögen, dessen voller Marktwert sofort ohne Transaktionskosten realisiert werden kann, ist vollkommen liquide. In Reinform trifft dies nur für Bargeld zu. Auf der anderen Seite des Liquiditätsspektrums stehen Anlagen, die stark

zung der Europäischen Eigenkapitalrichtlinien auch für Versicherer maßgeblich war. Sie obliegen auch nicht der Aufsicht durch die BaFin, sondern der der Versicherungsaufsichtsbehörden der Bundesländer. Für sie gilt die Solvency-II-Regulierung nicht und sie unterliegen keinen Stresstests durch die Aufsichtsbehörden.

⁹ Im Jahr 2018 liegt der Garantiezins für Neuverträge von Lebensversicherungen bei 0,9 Prozent.

heterogene Merkmale aufweisen, in Märkten mit wenig Transaktionsvolumen gehandelt werden und mit hohen Transaktionskosten verbunden sind. Die meisten Immobilienanlagen fallen in diesen Bereich. Aus regulatorischer Sicht ist die Liquidierbarkeit von Kapitalanlagen mit dem Zeithorizont der Verpflichtungen verbunden. Da Lebensversicherungen und Pensionskassen langlaufende Sparverträge abschließen, können sie ihre Kapitalanlagen weniger liquiditätsnah vornehmen als etwa Schadenversicherungen.

Die Anlagen, in die regulierte Investoren investieren dürfen, sind durch den Regulator vorgegeben (vgl. Tabelle 1). Investitionen in Immobilien und immobiliennahe Anlagen lassen sich in vielen dieser Kategorien verwirklichen. Zu den wichtigsten zählen die Vergabe von Krediten an Schuldner, die in Immobilien investieren (Anlageklasse 3 und 4), die direkte Anlage, der Erwerb eines Grundstücks oder eines grundstücksgleichen Rechts (Anlageklasse 10) und die Beteiligung an einer Gesellschaft, deren Geschäftszweck der Erwerb und die Bewirtschaftung eines Grundstücks oder eines grundstücksgleichen Rechts ist (Anlageklasse 9 sowie 12, 13 und 14). Auf Details dazu wird unten eingegangen.

4.3 Kapitalanlagen institutioneller Investoren

Zentrales Element der Anlagestrategien institutioneller Investoren ist der Umgang mit der Unsicherheit über die Erträge der Anlagen. Bedingt durch den starken Schwerpunkt, den die Regulierung auf den Aspekt der Sicherheit der Anlagen legt, spielt dieser Faktor eine mindestens ebenso bedeutende Rolle bei der Auswahl der Anlagen wie deren erwarteter Ertrag. Etablierte Praxis ist es, Anlegegüter sowohl nach deren erwarteten Erträgen als auch mit den damit verbundenen Anlagerisiken zu beurteilen. Hinzu kommt als dritter Faktor die Liquidität der Anlage.

Die Anlagerisiken werden häufig mittels der Streuung der erwarteten Erträge um ihren Erwartungswert, also durch die Varianz oder die Standardabweichung, gemessen.¹⁰ Als Beurteilungskennzahl wird häufig der erwartete risikobereinigte Mehrertrag des Anlageobjekts gegenüber einer sicheren Anlage verwendet. Diese sogenannte Sharpe-Ratio berechnet sich als Verhältnis aus dem erwarteten Mehrertrag der Anlage gegenüber dem Zinssatz auf sichere Anlagen (Geldmarktanlagen) und der erwarteten Standardabweichung der Erträge.

¹⁰ In der Praxis besteht ein wesentliches Problem darin, dieses Risikomaß belastbar zu schätzen. Denn dafür müssen alle realisierbaren Ertragsverläufe vorausgesehen und mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit gewichtet werden (Lepelmeier und Ueckermann 2015, S. 3.). Bei Finanzanlagen mit langer Datenhistorie ist dies möglich. Bei Anlageobjekten ohne lange Historie wird man sich mit groben Abschätzungen der Risiken begnügen müssen.

Tab. 1: Anlagekatalog für das Sicherungsvermögen von Erstversicherungsunternehmen

- 1 Hypotheken und Grundschulden
- 2 Wertpapierdarlehen und durch Wertpapiere gesicherte Darlehen
- 3 Darlehen
- 4 Schuldverschreibungen
- 5 Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten und Genussrechte
- 6 Asset Backed Securities und Credit Linked Notes
sowie andere Anlagen mit Anbindung an Kreditrisiken
- 7 Schuldbuchforderungen, Liquiditätspapiere
- 8 Aktien
- 9 Beteiligungen
- 10 Immobilien
- 11 Anteile und Aktien an Investmentvermögen
- 12 Anteile und Anlageaktien an OGAW
- 13 Anteile und Anlageaktien an offenen Spezial-AIF mit festen
Anlagebedingungen
- 14 Anteile und Aktien an anderen AIF
- 15 Anlagen bei Zentralnotenbanken, Kreditinstituten und multilateralen
Entwicklungsbanken

Quelle: BaFin (2017), Gliederungspunkt B.4 (Anlagekatalog).

Gemäß der regulatorischen Vorgabe der Risikominderung durch Streuung der Anlagen verteilen institutionelle Investoren ihr Kapital auf verschiedene Klassen von Anlagegütern. Abgesehen von aufsichtsrechtlichen Vorgaben ist die Diversifikation im Interesse der Anleger, denn sie stellt ein wesentliches Mittel dar, um das Risiko des Gesamtportfolios zu verringern (Lepelmeier und Ueckermann 2015, S. 15f.). Hintergrund hierfür ist, dass mit zunehmender Anzahl der gehaltenen Positionen das Portfoliorisiko sinkt, wenn auch immer weniger. Eine nennenswerte Minderung des Gesamtrisikos ergibt sich durch Diversifikation allerdings nur, wenn die Erträge der verschiedenen Anlagepositionen sich möglichst unabhängig oder sogar gegenläufig voneinander bewegen.¹¹ Der Portfoliologik

¹¹ Statistisch gesehen handelt es sich bei einer regelmäßig gegenläufigen Ertragsentwicklung um eine negative Korrelation der Erträge. So könnte etwa Anlageposition 1 immer dann einen Gewinn ausweisen, wenn Anlageposition 2 einen Verlust ausweist. Ein Beispiel dafür ist ein Portfolio bestehend aus Aktien und festverzinslichen Bundeswertpapieren. In einer Rezession sinken typischerweise die Aktienkurse, da Umsätze und Gewinne der Unternehmen fallen; Bundeswertpapiere werden jedoch typischerweise an Wert gewinnen, da die Europäische Zentralbank auf die Rezession mit einer Lockerung der Geldpolitik reagieren dürfte.

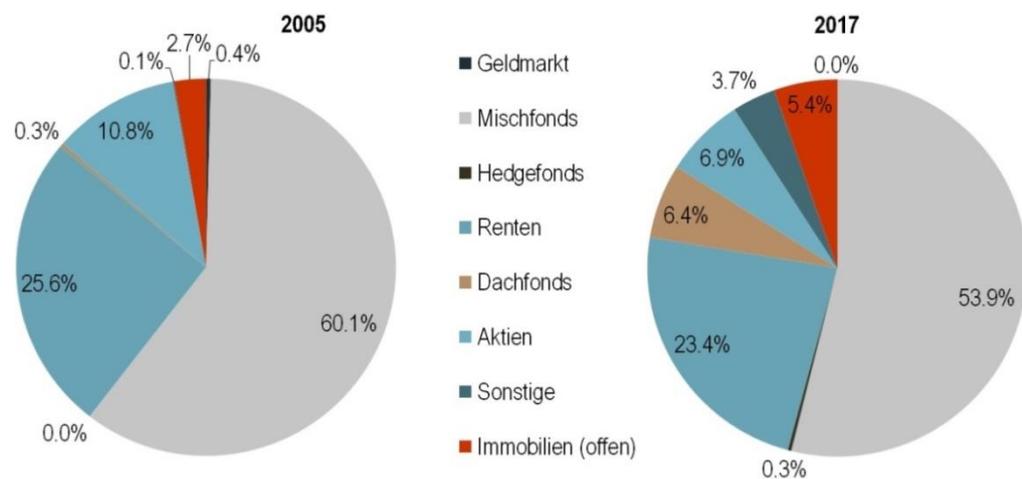
folgend achten institutionelle Investoren bei Anlagen auf drei Aspekte: ihren erwarteten Ertrag, ihr Risiko, häufig gemessen durch die geschätzte Varianz (oder Standardabweichung) und ihren Beitrag zum Gesamtrisiko des Portfolios, gemessen durch die geschätzte Korrelation des Ertrags des betreffenden Anlageobjekts mit dem Ertrag des übrigen Portfolios. Aus letzterem folgt, dass auch Anlagen mit relativ unattraktivem Verhältnis von (Mehr-) Ertrag zu Risiko für ein Portfolio interessant sein können, nämlich dann, wenn sie wenig positiv oder sogar negativ mit den übrigen Erträgen korrelieren. Diese Anlagen übernehmen dann für das Portfolio die Funktion einer Versicherung, denn sie verringern das Gesamtrisiko um den Preis – der „Versicherungsprämie“ – eines geringeren Gesamtertrags.

Aufgrund der ausgeprägten Sicherheitsorientierung investiert die Gruppe der institutionellen Investoren vorwiegend in festverzinsliche Wertpapiere ohne nennenswertes Ausfallrisiko wie etwa deutsche Bundesanleihen. Diese Anlagen kommen der regulatorischen Vorgabe eines Erhalts des Nominalwerts des Vermögens am nächsten. Tatsächlich hat sich dieser Anlagestil in den vergangenen 35 Jahren sogar als sehr ertragreich erwiesen. Vor dem Hintergrund des trendmäßigen Rückgangs der Inflationsraten und der Abnahme des Potentialwachstums seit Anfang der 1980er Jahre sind die Renditen für festverzinsliche Wertpapiere immer weiter gefallen. Die Folge war, dass Anleger, die Festverzinsliche mit höherer Nominalverzinsung besaßen, regelmäßig Gewinne verzeichnen konnten – ohne großen Aufwand bei der Kapitalverwaltung. Zudem sind die Märkte für festverzinsliche Bundeswertpapiere hochliquide.

Mittlerweile können die Zinsen allerdings kaum weiter fallen. Bundesanleihen mit neun- bis zehnjähriger Restlaufzeit rentieren in der Nähe der Nulllinie. Im historischen Vergleich ist das ausgesprochen niedrig, im Deutschland der Nachkriegszeit waren die Zinsen nie so niedrig wie gegenwärtig. Mittelfristig dürften die Zinsen wieder steigen, was für die Halter der Papiere mit ultra-niedriger Nominalverzinsung mit Kursverlusten verbunden wäre. Angesichts dieses Umfelds haben Alternativen zur Anlage in Festverzinsliche für institutionelle Investoren in den vergangenen Jahren an Bedeutung gewonnen (Abb. 4). Dies zeigt sich z. B. darin, dass indirekte Kapitalanlagen über Spezialfonds verstärkt in sogenannten Mischfonds getätigt werden, also Fonds, die sowohl in Festverzinsliche als auch in Aktien investieren dürfen (Kommaalpha 2018).

Immobilien zählen seit jeher zu den zentralen Anlageklassen, in die institutionelle Investoren investieren. Ihre Attraktivität gründet sich vor allem auf die Möglichkeit, bei entsprechender Auslastung langfristige und stabile Erträge zu erzielen, bei gleichzeitig wenig volatiler Wertentwicklung. Darüber hinaus werden Immobilien als Kapitalanlage mit guten Schutzeigenschaften gegen inflationsbedingte Wertminderungen assoziiert. Ferner können sie durch ihre geringe Korrelation mit den weiteren Hauptanlageklassen zur Diversifikation von Portfoliorisiken beitragen.

Abb. 4: Kapitalanlagen in Spezialfonds nach Anlagearten, 2005 - 2017



Quelle: Kommaalpha (2018, S. 47).

Vor dem Hintergrund der sinkenden Renditen festverzinslicher Wertpapiere hat die Anlage in Immobilien für die Institutionellen an Bedeutung gewonnen. Seit 2010 sind die Anlagen institutioneller Investoren in offene Immobilienfonds am Steigen. Im Jahr 2017 entfiel 5% des in Spezialfonds angelegten Kapitals auf offene Immobilienfonds, das war der höchste Wert seit 2005 (Kommaalpha 2018). Offenbar hat die Nachfrage nach Immobilienanlagen am aktuellen Rand weiter an Schwung gewonnen. Die Rating und Beratungsgesellschaft Telos ermittelt für das erste Halbjahr 2018 eine weitere deutliche Steigerung des Immobilienanteils um nicht weniger als 5 Prozentpunkte (Telos 2018).

In der Vergangenheit standen bei den Immobilien die Nichtwohnobjekte im Vordergrund des Interesses institutioneller Investoren. Wohnimmobilien gewinnen allerdings aktuell immer mehr an Bedeutung. Im ersten Halbjahr 2018 lag das Transaktionsvolumen bei gewerblichen Wohnimmobilien bereits bei 70% des gesamten Vorjahresvolumens und um 35% über dem Durchschnitt der vergangenen Jahre. Insgesamt waren Wohnimmobilien gefragter als Gewerbeimmobilien (JLL 2018), wofür allerdings nicht nur die Käufe institutioneller Investoren eine Rolle gespielt haben. Angesichts des knapper werdenden Angebots an Wohnimmobilien verteilen sich die Investitionssummen der Institutionellen offenbar immer stärker auf einzelne kleinere Projekte. Bereits eine Untersuchung aus dem ersten Halbjahr 2016 nennt eine Größenordnung von 150 Wohnungen als mittlerweile typisch (Beyerle 2016, S. 40).

4.4 Immobilieninvestitionen institutioneller Investoren

Institutionelle Investoren dürfen sowohl direkt als auch indirekt in Immobilien investieren. Bei der direkten Anlage in Immobilien erwerben Investoren das rechtliche und wirtschaftliche Eigentum an einer Immobilie. Sie haben dadurch uneingeschränkte Kontrolle über diese, inklusive der damit verbundenen Rechte, Pflichten und Wertsteigerungspotentiale (Arens 2015, S. 233). Sie erfordern allerdings das entsprechende Wissen über die Immobilienmärkte und ein Netzwerk, um mögliche Vertragspartner zu finden. Außerdem sind sie mit relativ hohen Transaktionskosten für Grunderwerbssteuer, Grundbucheintragung, Notar und ggf. Makler verbunden. Ferner erfordern sie wegen der Heterogenität und Intransparenz des Immobilienmarkts erheblichen Aufwand für die Suche nach geeigneten Objekten. Diese Intransparenz wirkt sich darüber hinaus nicht nur beim Markteintritt, sondern auch beim Marktaustritt kostentreibend aus; es dauert dadurch deutlich länger, einen Käufer für ein Objekt zu finden, von dem der Investor sich trennen will als bei liquiden Anlagen oder bei Beteiligungen an einem Immobilienfonds. Den höheren Kosten steht ggf. eine höhere Bruttorendite als bei einem indirekten Investment gegenüber, an dem auch das Management des Investmentvehikels verdienen muss.

Alternativ können Investoren mittelbar in Immobilien investieren, indem sie Anteile oder Aktien einer Gesellschaft erwerben, die wiederum direkt oder indirekt in Immobilien investiert. Als Miteigentümer sind die Anlagesumme niedriger und leichter handelbar als bei der Direktanlage, Risikostreuung und Liquidität lassen sich leichter erreichen. Zudem ist weniger Know-How im Immobilienbereich erforderlich. Als Anlagevehikel stehen den Investoren Immobilienfonds, Immobilienaktiengesellschaften und Real Estate Investment Trusts zur Verfügung.

Bei Investmentfonds lässt sich unterscheiden zwischen den offenen Fonds, die dem Anleger ein Recht zur vorzeitigen (täglichen) Anteilsrücknahme einräumen und den geschlossenen, die Anteile nicht vorzeitig zurücknehmen; ein Verkauf ist bei diesen nur über den Sekundärmarkt möglich, zumeist unter erheblichen Preisabschlägen. Offene Fonds sind rechtlich unselbständige Sondervermögen, die durch eine Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) treuhänderisch bewirtschaftet werden. Geschlossene Fonds sind entweder als Investment-AG oder als Investment-Kommanditgesellschaft (KG) organisiert, an dem der Investor Anteile erwirbt und damit zum Miteigentümer wird. Beide Fondsarten können entweder als jedem Anleger offen stehende Publikumsfonds mit relativ strenger Regulierung oder als nur für semi-professionelle und professionelle Investoren investierbare Spezialfonds (Alternativen Investment Fonds, AIF) mit etwas geringeren regulatorischen Vorgaben aufgelegt werden. Mit Ausnahme „kleiner AIF“, deren Investitionssumme unter 500 Mio. Euro liegt (100 Mio. wenn Fremdkapital eingesetzt wird), sind alle Fonds genehmigungspflichtig durch die BaFin. Immobilienpublikums-AIF sind auf den Grundsatz der Risikomischung verpflichtet. Offene Publikumsfonds dürfen nicht

mehr als 15% des Fondsvermögens in ein Einzelobjekt investieren, zudem darf nur die Hälfte des Vermögens aus Immobilien bestehen, die mehr als 10% des Vermögens beanspruchen. Geschlossene Fonds müssen in mindestens drei gleichgroße Immobilien investieren oder nachweisen, dass eine Streuung des Ausfallrisikos anderweitig gewährleistet ist (Arens 2015, S. 237).¹² Immobilien-Spezial-AIF werden typischerweise für einen oder wenige institutionelle Investoren aufgelegt. Im Unterschied zu den Publikums-AIF verfügen die Investoren bei Spezial-AIF über umfangreiche Mitspracherechte bei der Anlage, zudem können die Ausschüttungen des Fonds ihren Wünschen entsprechend ausgerichtet werden (Arens 2015, S. 238). Regulatorische Vorgaben bestehen insbesondere bei geschlossenen Immobilien-Spezial-AIF kaum, weder bei der Risikomischung noch beim Fremdkapitaleinsatz; offene Immobilien-Spezial-AIF müssen dagegen den Grundsatz der Risikomischung einhalten und so investieren, dass sie die Anteile jederzeit zurücknehmen können.

Immobilienaktiengesellschaften sind reguläre Gesellschaften nach Aktiengesetz, deren Geschäftszweck die Finanzierung, Vermittlung, Verwaltung und der Verkauf von Immobilien ist. Sie spezialisieren sich häufig auf eine Immobilienart oder regional bzw. länderweise, investieren dann aber in eine Vielzahl von Objekten. Sie unterliegen keinen immobilienpezifischen Vorschriften. Die Aktien können, müssen aber nicht, an der Börse gehandelt werden; im letzteren Fall unterliegt die Anlage dann den allgemeinen Börsenschwankungen und den damit verbundenen Risiken (Arens 2015, S. 241). Eine Spezialform von Immobilienaktiengesellschaften stellen die Real Estate Investment Trusts (REITS) dar, deren Anteile immer an der Börse gehandelt werden. Sie sind von der Körperschaftsteuer und der Gewerbesteuer befreit, müssen dafür aber zahlreiche Auflagen zur Vermögensaufteilung und zur Gewinnausschüttung erfüllen.

Welche rechtliche Struktur institutionelle Investoren für ihre Immobilienanlagen bevorzugen, hängt nicht zuletzt von ihrer Immobilien-Expertise ab. Ein weiterer wichtiger Bestimmungsgrund ist aber auch der Umfang ihres Anlagebestands. Angesichts der hohen Mindestanlagesummen für ein Immobilienprojekt eignet sich die Direktanlage nur für Investoren mit einem Anlagevolumen im Milliardenbereich, denn nur dieses erlaubt es, die Investitionen über viele Objekte, unterschiedlichen Alters, an unterschiedlichen Standorten und mit verschiedenen Nutzungskonzepten zu streuen (Arens 2015, S. 233). Dies dürfte vor allem für große Lebensversicherungen zutreffen. Einer Untersuchung von Just (2012) zufolge investieren Versicherungsunternehmen 52% ihrer Immobilienanlagen direkt. Schließlich spielt der Anlagehorizont der Investoren eine Rolle. Die relativ geringe

¹² Anders als vor Inkrafttreten des KAGB im Jahr 2013, unterliegen geschlossene Immobilienpublikumsfonds seither zahlreichen weiteren Regulierungen und müssen sich ihre Anlagebedingungen von der BaFin genehmigen lassen.

Liquidität von Direktinvestitionen in Immobilien und von Investitionen in geschlossene Immobilienfonds bedeutet, dass diese Strukturen nur für Investoren mit sehr langfristigem Anlagehorizont interessant sind. Volumenmäßig dürften hier vor allem Lebensversicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerke eine Rolle spielen.

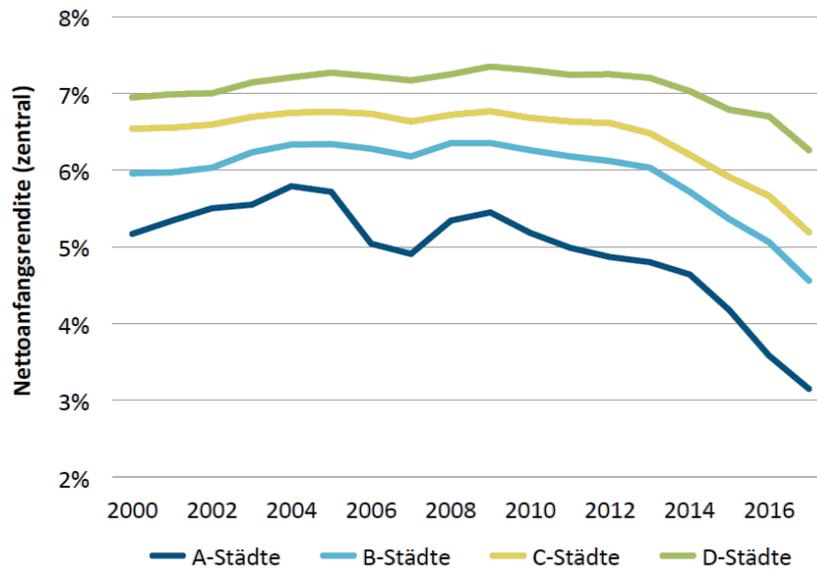
4.5 Renditeerwartungen institutioneller Investoren

Umfassende Daten zu den Kapitalanlagerenditen der institutionellen Investoren existieren nicht. Allerdings zeichnen einige Einzelstatistiken und Umfragen ein relativ einheitliches Bild der Renditen. Dies liegt vermutlich auch daran, dass durch die enge Regulierung der meisten institutionellen Anleger die Anlagepolitik und deren Ergebnisse vergleichsweise homogen sind. So weist der Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) für das Jahr 2016 für die Kapitalanlagen der Lebensversicherungsunternehmen, die einen nicht unwesentlichen Anteil des gesamten institutionellen Anlagevolumens stellen, eine Durchschnittsverzinsung in Höhe von 3,4% aus (GDV 2017, Tabelle 45). Im Jahr 2011 hatte sie noch bei 4,2% gelegen. Die jahrelangen Niedrigzinsen machen sich hier wie auch im übrigen Anlagebereich deutlich bemerkbar. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Durchschnittsverzinsung auch die höhere Nominalverzinsung älterer Anlagen berücksichtigt.

Speziell auf Immobilieninvestitionen geht eine Umfrage unter institutionellen Investoren aus der Schweiz ein. In der Schweiz herrscht seit Jahren ein ähnliches Niedrigzinsniveau wie im Euroraum, zudem sind die Immobilienmärkte hierzulande mit denen in der Schweiz durch Arbitrage miteinander verbunden. Den Ergebnissen kommt deshalb auch Signifikanz für die deutschen Immobilieninvestoren zu. Den Ergebnissen zufolge erzielten die institutionellen Investoren – es nahmen vor allem Pensionskassen teil – in den Jahren 2012 und 2013 eine durchschnittliche Verzinsung ihrer direkten Immobilienanlagen zwischen 5 und 6% (Trübstein 2015a, S. 120). Für indirekte Immobilienanlagen lag die Rendite zwischen 2,8% und 6,1% für Investitionen in der Schweiz und zwischen 4,2 und 8,4% bei Auslandsinvestitionen (Trübstein 2015b, S. 154).

Weitere Indizien über die Rendite von Immobilieninvestitionen lassen sich aus den Daten des Immobilienmarktforschers BulwienGesa ableiten (Steininger 2018). Danach lag das Niveau der Mietrendite – Mieteinnahmen abzgl. Instandhaltungs-, Verwaltungs- und Leerstandskosten in Relation zum Kaufpreis – auf den deutschen Büromärkten im Jahr 2010 zwischen 5,2% in den sogenannten A-Städten (sieben Metropolen) und 7,3% in kleineren Städten („C-Städten“) (Abb. 5). Der Renditeunterschied dürfte im Wesentlichen die Risiko- und Illiquiditätsprämie darstellen, den die Investoren für Anlagen in den kleineren Städten verlangen, deren langfristige wirtschaftliche Entwicklung, als unsicherer eingestuft werden muss als die der Metropolen und die vermutlich auch nicht so rasch

Abb. 5: Renditeniveau an den deutschen Büromärkten 2000 - 2017



Quelle: Steininger (2018).

ohne größere Preisabschläge verkäuflich sind. Im Jahr 2017 war das Renditeniveau in beiden Städtegruppen um 1 – 2 Prozentpunkte niedriger als 2010; im Mittel lag es 2017 bei 5,1%. Hier zeigt sich mittelbar ebenfalls die lange Niedrigzinsphase, in deren Folge die Preise für Büroimmobilien stärker angezogen haben als die Büromieten, mit der Konsequenz einer Kompression der Renditen. Nicht zuletzt aus diesem Grund dürften gegenwärtig Investitionen in Wohnimmobilien stark an Bedeutung bei den Institutionellen gewinnen. Für Wohnimmobilien lag für das vorliegende Gutachten keine vollständige Verteilung der Renditen nach Städtegruppen vor, sondern nur bundesweite Aggregate. Die Größenordnung der Renditen war allerdings zu der auf den Büromärkten erzielten vergleichbar. So wurde mit Bestandsinvestitionen 2017 im Durchschnitt eine Mietrendite von 5,8% erzielt und mit Neubauinvestitionen eine von 4,7%; in den Metropolen lag letztere bei 3½%. Auch diese Renditen waren 2010 um 1 - 2 Prozentpunkte höher.

Grundsätzlich ist der Ankerpunkt der Renditeerwartungen institutioneller Investoren der Zinssatz für risikofreie Anlagen. Typischerweise wird in Deutschland und im Euroraum dafür die Rendite auf deutsche Bundesanleihen mit 9- bis 10-jähriger Restlaufzeit herangezogen. Diese lag in der ersten Jahreshälfte 2018 bei 0,5%. Allerdings dürfte diese Anlageklasse derzeit die mit quasi-sicheren Anlagen zu erzielende Rendite zu niedrig darstellen, da die Kurse durch die Käufe der Europäischen Zentralbank im Zuge der Quantitativen Lockerung der Geldpolitik sowie durch Rolle deutscher Bundesanleihen als hoch-

liquider „sicherer Hafen“ für Anlagen aus dem Euroraum, aber auch weltweit, nach oben getrieben werden.

Die Sonderrolle der Bundesanleihen zeigt sich u. a. in dem Renditeaufschlag von ca. 2 Prozentpunkten, den der Investor für die Inkaufnahme eines nur relativ geringen Kreditrisikos bei Investition in Unternehmensanleihen mit erstklassigem Kreditrating bekommt; vor dem Jahr 2008 lag dieser Aufschlag im Durchschnitt bei nur 0,7 Prozentpunkten. Die Rendite dieser Unternehmensanleihen erscheint insofern derzeit ein sinnvollerer Bezugswert, auch wenn diese anders als Kredite an den deutschen Staat – zu dem auch die Kommunen zählen – nicht völlig risikolos sind. Im vergangenen Jahr lag dieser Bezugszins bei 1,75% und betrug in der ersten Hälfte des laufenden Jahres rund 2,5%. Dass die Mietrendite in den – als sehr sichere Investitionsstandorte geltenden – deutschen Metropolen um 1½ - 2 Prozentpunkte höher ist, dürfte vor allem eine Entschädigung der Investoren für die deutlich geringere Liquidität von Immobilienanlagen sein.

Alles in allem deuten die verfügbaren Daten darauf hin, dass sich die Renditen, die institutionelle Investoren derzeit bei Immobilienprojekten erwarten, im unteren bis mittleren einstelligen Bereich bewegen dürften. Bei Investitionen in kleineren Städten oder risikoreicheren Nutzungskonzepten dürften Risikoaufschläge von mindestens 2 Prozentpunkten erwartet werden.

Mit Blick auf die Verzinsung, die institutionelle Investoren bei einer Zusammenarbeit mit Kommunen verlangen würden, ist zu berücksichtigen, dass deutsche Kommunen erstklassige Schuldner sind. Kommunen sind nicht insolvenzfähig, da letztlich die Bundesländer für ihre Kommunen finanziell verantwortlich sind. Insofern ist die Bonität von Kommunen gleich hoch wie die der Länder und des Bundes. Allerdings ist die Liquidität von Ausleihungen an Kommunen deutlich geringer, da der Markt weit weniger breit ist. Mitte Juli 2018 betrug die Rendite von Pfandbriefen, einer ähnlich sicheren Klasse von Wertpapieren, bei einer mit 9-10-jährigen Restlaufzeit 0,8 Prozent und damit einen halben Prozentpunkt mehr als die von Bundesanleihen. Kommunalkredite mit 10-jähriger Laufzeit wurden von der DG Hyp für ca. 1,3% angeboten. Eine Zusammenarbeit mit einem institutionellen Investor sollte für eine Kommune bei einem Modell mit fester Verzinsung gegenwärtig etwa bei einem Zinssatz von 1 Prozent realisierbar sein.

4.6 Zusammenfassung Motiv- und Ausgangslage der Investoren

Bei institutionellen Anlegern handelt es sich in Deutschland maßgeblich um Einrichtungen der Altersvorsorge, inklusive Lebensversicherungen, sowie anderen Investoren mit langem Zeithorizont, wie Stiftungen und Kirchen. Der größte Teil der verwalteten Vermögen unterliegt einer relativ strengen Regulierung. Dies hat zur Folge, dass diese Investo-

rengruppe stark sicherheitsorientiert investiert. Festverzinsliche Wertpapiere von Schuldnern mit erstklassiger Bonität waren bisher die bevorzugte Anlageklasse. Durch die seit 2010 anhaltende Niedrigzinsphase, deren Ende derzeit noch nicht absehbar ist, steht diese Anlagestrategie unter Druck. Die Investoren suchen zunehmend nach Alternativen. Immobilien in Deutschland stehen wegen des günstigen Risikoprofils ganz oben auf der Liste. Tatsächlich hat sich der Immobilienanteil in den Anlagebeständen bereits deutlich erhöht und steigt weiter. Die zunächst bevorzugte Anlage in Büroimmobilien ist dabei allerdings vor dem Hintergrund deutlich gestiegener Preise zunehmend weniger attraktiv. Daher wird jetzt verstärkt auch nach Investitionsobjekten auf den Wohnungsmärkten gesucht. Die stark gestiegene Knappheit an verfügbarem Wohnraum, insbesondere in den Metropolen, verstärkt diesen Trend, lässt sie doch steigende Mieten und damit auskömmliche Renditen erwarten.

Vor diesem Hintergrund lässt sich die Motivlage institutioneller Investoren klar umreißen: Sie sind weiterhin händierend auf der Suche nach Investitionsmöglichkeiten, die ihnen bei geringen Risiken eine Rendite im unteren einstelligen Bereich verspricht. Hierbei steigt ihre Bereitschaft, in „alternative“ Anlagen zu investieren, also Anlagen, die nicht zum gängigen Investment-Spektrum gehören. Vor allem jene Investoren, die einen sehr langen Anlagehorizont haben, sind verstärkt bereit, auch in deutlich illiquidere Anlageformen wie Immobilien zu investieren.

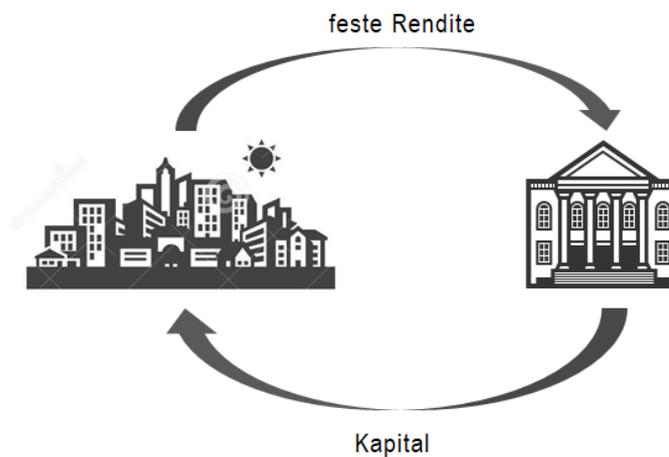
5. Modelle der Zusammenarbeit von Kommunen mit Investoren

5.1 Grundmodell einer Zusammenarbeit

Die deutschen Kommunen stehen derzeit vor dem Problem, wie sie ausreichenden Wohnraum für alle Bevölkerungsgruppen schaffen können. Vor dem Hintergrund einer teilweise immer noch angespannten Haushaltslage und Bestrebungen zur Haushaltskonsolidierung ist ihr Handlungsspielraum allerdings begrenzt. Dies betrifft vor allem die Wohnraumversorgung von Haushalten mit geringen und mittleren Einkommen, die angesichts der deutlich gestiegenen und weiter steigenden Mieten einen immer größeren Teil ihrer Haushaltseinkommen für das Wohnen aufwenden müssen.

Institutionelle Investoren stehen vor dem Problem, ständig neue Anlagemöglichkeiten für ihre steigenden Kapitalbestände finden zu müssen. Durch die jahrelange Phase extrem niedriger Zinsen sehen sie sich zunehmend gezwungen, Anlageformen, die außerhalb ihres gewohnten Anlagespektrums liegen, in Betracht zu ziehen, um die Renditegarantien

Abb. 6: Modellhafte Beziehung zwischen Kommune und institutionellem Investor



Quelle: Eigene Darstellung.

gegenüber ihren Kunden erfüllen zu können. Der Bau und die Vermietung von Wohnungen ist eine Form der Kapitalanlage für sie. Als solche würde diese Anlageform im Wettbewerb mit anderen Anlageformen am Markt stehen, etwa anderen Wohn- und Gewerbeimmobilienanlagen oder Wertpapieranlagen. Ein durch einen Investor finanziertes kommunales Wohnprojekt müsste daher bei vergleichbarem Risiko und vergleichbarer Liquidität auch eine vergleichbare Rendite erwirtschaften wie die übrigen Anlageformen. Das dürfte nur erreichbar sein, wenn das kommunale Wohnprojekt mit marktnahen Mieten kalkuliert. Zwar trägt jede Ausweitung des Wohnraumangebots dazu bei, den weiteren Anstieg der Mieten zu begrenzen. Eine darüber hinaus gehende Entlastung einkommensschwacher Haushalte bei den Wohnkosten ließe sich dadurch jedoch nicht erreichen.

Im Folgenden wird ein Modell untersucht, bei dem Kommunen institutionelle Investoren als Kapitalgeber für preis- und mietgünstige Wohnungsbauprojekte gewinnen, indem sie diesen eine bestimmte Rendite auf ihr Investment festzusagen. Die Wohnungen werden zu einem Mietzins unterhalb des Marktniveaus vermietet und entlasten damit die Budgets der einkommensschwachen Haushalte. Die Investoren erhalten als Ausgleich für den Verzicht auf Rendite eine erhöhte Sicherheit ihrer Anlage (Abb. 6).

Aus Sicht der institutionellen Investoren könnte ein Investment mit einer solchen Garantie tatsächlich interessant sein. Mit einem fixierten Auszahlungsstrom käme es konzeptionell einer sehr risikoarmen Anlage nahe und würde den hohen Sicherheitsanforderungen dieser Anleger entsprechen. Aus Sicht der Kommune könnte das Modell ebenfalls interessant sein. Denn zum einen erlaubt es die Finanzierung des Wohnraums für einkom-

mensschwache Haushalte zu einem relativ niedrigen Zins. Zum anderen läuft die Finanzierung nicht direkt über den Haushalt. Sie kollidiert also nicht mit dem Ziel der Haushaltskonsolidierung bzw. erhält vorhandene Haushaltsspielräume für andere Ausgaben.

Im Idealfall käme es zu einer Win-Win-Situation. Kommunen und institutionelle Investoren würden zusammen gebracht. Privates Kapital würde genutzt, um die kommunalen Handlungsspielräume in der Wohnraumversorgung zu erweitern. Gleichzeitig bekämen die Investoren eine risikoarme, adäquat verzinste Anlagemöglichkeit.

Zu beachten ist, dass es im Kern dieses Modells ausschließlich um den Austausch von Kapitalströmen zwischen institutionellem Investor und Kommune geht. Es wird nicht davon ausgegangen, dass eine der Parteien eine besondere Expertise im Immobilienbereich aufweist und dass sich durch die Zusammenarbeit dadurch zusätzliche positive Wirkungen ergeben. Das kann der Fall sein, ist aber nicht zwingend für die Funktionsweise des Modells und dessen Beurteilung. Immobilienexpertise, sei es in der Planung und im Bau, sei es in der Bewirtschaftung lässt sich am Markt durch die Beauftragung entsprechender Spezialisten problemlos einkaufen.

5.2 Gestaltungsoptionen des Grundmodells

Im Rahmen des skizzierten Grundmodells gibt es einige Gestaltungsoptionen, auf die im Folgenden eingegangen werden soll. Dies betrifft die Fragen, welchen rechtlichen Rahmen die Zusammenarbeit haben wird, wem die Wohnimmobilie gehört, welcher Zeithorizont für die Zusammenarbeit avisiert werden sollte und welche Ausstiegsoptionen der Vertrag vorsehen sollte.

5.2.1 Eigentumsverhältnisse

Ein wichtiger Faktor bei der Ausgestaltung des Modells sind die Eigentumsverhältnisse an der im Rahmen des Projekts neu erstellten oder erworbenen Immobilie. Dabei sind verschiedene Konstellationen denkbar. Entscheidend ist, dass das Eigentum an der Immobilie stets mit dem Risiko der unsicheren Wertentwicklung einhergeht. Entsprechend wird die Partei, die dieses Risiko trägt, durch eine für sie günstigere Gestaltung des Festzinsarrangements zu entschädigen sein.

Eine Möglichkeit besteht darin, dass die Immobilie sofort in das Eigentum der Kommune übergeht, die diese dann bewirtschaftet bzw. bewirtschaften lässt. Der Investor trägt in diesem Fall kein Wertänderungsrisiko, das Investment entspricht für ihn dem des Kaufs einer Bundesanleihe bzw. eines direkten Kredits an die Kommune. Für die Kommune bestehen zwei Varianten der Bedienung dieses Kredits. Die erste wäre ein Mietkauf. In die-

sem Fall würde sie dem Investor laufend nicht nur die feste Verzinsung seines Kapitals zahlen, sondern auch einen Tilgungsbetrag. Wie bei einem Darlehensvertrag wäre die monatliche oder jährliche Rate konstant, hätte aber über die Jahre veränderliche Anteile von Zins und Tilgung. Alternativ dazu könnte die Kommune das Gebäude erst am Ende der Vertragslaufzeit bezahlen. Eine Variante davon wäre, dass das Gebäude bis zur Bezahlung im Besitz des Investors bliebe; die Übernahme durch die Kommune am Ende der Vertragslaufzeit zu einem festen Kaufpreis jedoch vertraglich fixiert würde.

Alternativ dazu wäre die Gestaltungsoption, dass das Gebäude dauernd im Besitz des Investors bleibt. In diesem Fall hätte die Kommune nur die feste Verzinsung an den Investor aufzubringen. Diese dürfte jedoch höher sein als im ersten Fall, da der Investor nun das Wertänderungsrisiko trägt.

Denkbar sind darüber hinaus auch gemischte Eigentumsverhältnisse in einer extra gegründeten Gesellschaft. Hierbei würde es sich dann um einen indirekten Besitz der Immobilie handeln. Allerdings erhöht sich hierbei auch das Konfliktpotenzial zwischen den Parteien und das Risiko, dass eine Partei unklare oder unvollkommene vertragliche Fixierungen auf Kosten der anderen Partei ausnutzt (Problem des Opportunismus). Aufgrund dieser Risiken dürften solche Mischlösungen generell mit einem Renditeaufschlag vonseiten der Investoren verbunden werden.

5.2.2 Zeithorizont

Oben war bereits darauf hingewiesen worden, dass es sich bei den großen institutionellen Investoren in Deutschland um Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen handelt. Die Kundengelder, die dort verwaltet werden, werden zumeist erst nach Dekaden fällig. Da die Gesellschaften die Anlagehorizonte ihrer Investitionen gerne in Übereinstimmung mit der Fälligkeitsstruktur ihrer Verbindlichkeiten bringen, sollten die Investitionen ebenfalls möglichst über mehrere Zehnjahresräume ausgelegt sein.

Aufseiten der Kommunen besteht ebenfalls kein Interesse an der Zusammenarbeit mit Kapitalgebern, die ihr Geld nur für kurze Zeit zur Verfügung stellen wollen. Für ihren kurzfristigen Kapitalbedarf können die Kommunen auf Kassenkredite von Banken und Sparkassen zurückgreifen. Kommunen und institutionelle Kapitalanleger sind insofern eine gute „Paarung“; beide Parteien haben ein Interesse an einer langfristigen, möglicherweise für 20 bis 30 Jahre festgeschriebenen Zusammenarbeit.

5.2.3 Ausstiegsstrategien

Immobilien sind aufgrund ihrer Heterogenität und Immobilität von Natur aus illiquide. Ein Ausstieg aus dieser Anlageklasse ist immer mit erhöhten Kosten verbunden. Dies sollte

einem Investor klar sein, wenn er sich auf diese Anlageklasse einlässt. Nicht umsonst gibt es das weithin genutzte Investmentvehikel des geschlossenen Immobilienfonds, also von Fonds, die keine Rücknahme ihrer Anteile vor Ende der Vertragslaufzeit vorsehen.

Investoren, die sich auf die Zusammenarbeit mit Kommunen im Immobilienbereich einlassen, sind mit den Usancen von Immobilieninvestitionen, die nun einmal häufig keine Ausstiegsszenarien vorsehen, vertraut. Wie oben argumentiert, dürften sie außerdem über einen sehr langen Zeithorizont verfügen und daher kaum an einem vorzeitigen Ausstieg interessiert sein. Dies gilt umso mehr als sie typischerweise ein großes Portfolio von Anlagen verwalten. Viele ihrer Anlagen weisen eine deutlich höhere Liquidität auf als Immobilien und dienen im Gesamtportfolio auch dazu, kurzfristig auftretenden Liquiditätsbedarf befriedigen zu können. Alles in allem dürften die normalen Ausstiegsmöglichkeiten aus einer Gesellschaft durch Verkauf der Anteile an einen anderen Gesellschafter für die meisten institutionellen Investoren hinreichend Flexibilität bieten.

5.2.4 Rechtlicher Rahmen

Rechtlicher Rahmen der Zusammenarbeit zwischen Kommune und Investor wäre eine Immobilien-Zweckgesellschaft. Diese könnte die Form einer GmbH haben. Der institutionelle Investor würde dieser Gesellschaft ein Darlehen geben und dafür eine feste Verzinsung bekommen. Wichtig ist, dass die Kommune eine Bürgschaft für die Zweckgesellschaft übernimmt. Nur so lässt sich die erstklassige Bonität der Kommune auf die Zweckgesellschaft übertragen, was aus Sicht des Investors Voraussetzung für die Eignung des Investments als praktisch risikolose Anlage ist. Dies ist elementar dafür, dass die Kommune einen sehr niedrigen Zins an den Investor zu zahlen hat.

Alternativ wäre zu prüfen, ob sich die Gründung eines geschlossenen Spezial-AIF lohnen würde. Diese Konstruktion wird häufiger bei Immobilieninvestitionen mittels Öffentlich-Privater-Partnerschaften (PPP) gewählt (Effenberger 2017). Im Gesellschaftsvertrag wäre dann die fixierte Auszahlung an den Investor und die Bürgschaftsübernahme durch die Kommune niederzulegen. AIF sind allerdings relativ aufwendige Investmentvehikel. So wäre eine Kapitalverwaltungsgesellschaft zu beauftragen und eine Bank als Verwahrstelle zu benennen. Zudem wäre wohl mindestens eine Meldung bei der BaFin erforderlich.

5.3 Vergleichbare eingeführte Alternativen

Kern des skizzierten Modells ist der Tausch von Investitionskapital, das durch den Investor zur Verfügung gestellt wird gegen eine feste Verzinsung. Es ist instruktiv, dieses Modell mit naheliegenden, aber gängigeren Varianten zu vergleichen und daran die Vor- und Nachteile der verschiedenen Vorgehensweisen darzustellen.

5.3.1 Institutionelle Investoren als reine Fremdkapitalgeber

In sehr enger Verwandtschaft zu der skizzierten vertraglichen Beziehung zwischen Investor und Kommune steht die direkte Kreditbeziehung zwischen Investor und Kommune, ohne Zwischenschaltung einer Zweckgesellschaft. Der Investor stellt der Kommune über eine gewisse Laufzeit ein Darlehen über einen fixen Betrag zur Verfügung und erhält im Gegenzug eine feste Verzinsung. Die Kommune kann über den geliehenen Betrag frei verfügen, ihn also auch zum Bau bzw. Kauf von Wohnungen nutzen. Der Wohnraum würde sich komplett in kommunalem Besitz befinden und die Kommune könnte ihn unter dem Marktmietzins an einkommensschwache Haushalte vermieten. Die gegenüber der Marktmiete entgangenen Mieteinnahmen wären wiederum als Subvention zu werten.

Umgesetzt werden kann diese Modellvariante mit verschiedenen Finanzierungsinstrumenten (vgl. Abschnitt 3 oben), alle davon sind auch für regulierte institutionelle Investoren erlaubt (vgl. Abschnitt 4 oben). Ihnen gemein ist, dass sie eine schuldrechtliche Verpflichtung auf Zahlung von Zinsen und die Rückzahlung des Darlehens implizieren. Die einfachste Variante wäre ein Schuldscheindarlehen des institutionellen Investors. In diesem Fall gäbe es wie im oben skizzierten Modell eine direkte vertragliche Beziehung zwischen der Kommune und dem Investor. Alternativ könnte die Kommune eine Anleihe platzieren. Der Vorteil für die Kommune wäre ein niedrigerer Zins – als Kompensation für die deutlich höhere Liquidität. Eine letzte Alternative wäre ein Bankkredit, ggf. von der örtlichen Sparkasse. In diesem Fall wäre die Bank der Gläubiger und diese würde sich am Kapitalmarkt, u. a. bei institutionellen Investoren refinanzieren.

Hinsichtlich der Risiken ist eine Kreditbeziehung praktisch identisch mit dem oben skizzierten Modell. Die Kommune trägt das volle wirtschaftliche Risiko zur Erfüllung der eingegangenen Zahlungsverpflichtungen (Zins und Tilgung) im Rahmen der Fremdkapitalfinanzierung. Darlehensverträge werden häufig als Annuitäten mit konstanter monatlicher Zahlung gestaltet, bei der zu Anfang des Leihzeitraums der Zinsanteil höher, später der Tilgungsanteil höher ist. Bei Finanzierung mittels einer Anleihe entfallen Tilgungszahlungen während der Laufzeit, stattdessen muss der Nennwert der Anleihe am Ende der Laufzeit zurückgezahlt werden. Diese hohe einmalige Belastung für die Kommune kann eine besondere Herausforderung darstellen. In der Regel wird die fällige Zahlung durch eine neue Fremdkapitalfinanzierung refinanziert, dies geht mit den allgemeinen Zinsänderungsrisiken bzw. Kreditkostenveränderungen im Zeitablauf einher.

Der gewählte Anlagehorizont wäre Gegenstand der individuellen Verhandlungen zwischen Kommune und Investor, da es sich bei Bauprojekten allerdings um langfristige Investitionen handelt, liegt es im Interesse der Kommune diese auch langfristig zu finanzieren. Bei kurzfristigen Finanzierungen besteht sonst ein erhöhtes Zinsänderungsrisiko bei der Refinanzierung nach Ablauf der ersten Finanzierung, sofern dies nötig ist, wovon aber auszugehen ist. Gerade im aktuellen Niedrigzinsumfeld dürfte es von Interesse für

die Kommune sein, sich für längerfristige Projekte die günstigen Finanzierungsbedingungen zu sichern. Institutionelle Investoren dürften tendenziell ebenfalls an langen Anlagehorizonten interessiert sein. Insofern ist hier eine Kongruenz der Interessen zu erwarten.

Mit Blick auf die Risiken kann jede Art der Fremdkapitalbeziehung für den Investor als praktisch risikolos gelten, denn die Kommune ist nicht insolvenzfähig. Hinsichtlich der Liquidität ist eine Anleihe für den Investor vorteilhafter als ein Darlehen, da er Anleihen einfach über die Börse verkaufen kann. Ein Schuldscheindarlehen ist für den Investor eine illiquide Investition, da Schuldscheindarlehen nicht am Kapitalmarkt gehandelt werden. Dies führt dazu, dass die verlangte Verzinsung in Form eines Liquiditätsaufschlags steigt. Vonseiten der Kommune ist daher stets zu prüfen, ob die Kreditaufnahme mittels Schuldscheindarlehens die günstigste Alternative ist. Zu vergleichen ist sie primär mit dem Kommunalkredit, dem Standardfinanzierungsmittel der Kommunen. Ebenfalls ist zu prüfen, ob eine Anleihe begeben werden kann und welche Finanzierungskosten diese bergen würde. Evtl. wäre ein Zusammenschluss mit anderen Kommunen denkbar. Da Anleihen sich erst ab einem Volumen von 100 Mio. Euro kosteneffektiv begeben lassen, ist dieses Instrument eher für die allgemeine Finanzierung der Kommune geeignet, als für ein spezifisches Bauprojekt. Allerdings könnten natürlich über den Anleihemarkt beschaffte Gelder auch für den Wohnungsbau eingesetzt werden. Hier sei erneut der Vorschlag einer Finanzagentur zur Bündelung des kommunalen Finanzierungsbedarfs für den Anleihemarkt angemerkt.

5.3.2 Die Kommune als Pächter von Belegungsrechten

Im Kontrast zur ersten vorgestellten Modellvariante in 5.3.1 steht die Möglichkeit, dass die Kommune lediglich Belegungsrechte für Wohnungen erwirbt und die so zur Verfügung stehenden Wohnungen mietvergünstigt Haushalten mit geringen bis mittleren Einkommen anbietet. Eigentümer der Wohnungen wäre in diesem Modell der Investor. Für die Belegungsrechte, die er der Kommune gewährt, würde er in Form einer garantierten Rendite entlohnt werden und hätte kein Risiko von Leerstand oder ähnlichem.

Die Kommune geht im Rahmen der Belegungsrechte eine feste Zahlungsverpflichtung ein. Wie bei der ersten Modellvariante entstehen ihr dabei in Abhängigkeit von der Leerstandsquote Kosten. Da die Kommune aber kein Eigentum erwirbt, sind die Kosten und das damit einhergehende Risiko zeitlich begrenzt und abschätzbar.

In dieser Modellvariante ist der Investor Eigentümer. Er sieht sich im Vergleich zur ersten Variante deutlich höheren Unsicherheiten ausgesetzt. Zwar sorgt der Belegungsvertrag mit der Kommune wie in den anderen Modellvarianten für eine feste Verzinsung über die Laufzeit des Vertrages und damit für einen quasi sicheren Einkommensstrom. Mit dem Auslaufen des Vertrages steht der Investor aber vor einem Bewertungs- bzw. Wiederan-

lagerisiko. Je nachdem wie der Immobilienmarkt in der Kommune sich entwickelt hat, kann der Marktwert der Immobilien sehr unterschiedlich ausfallen. Ein starker Wertverlust könnte die zuvor erzielten Pachteinnahmen kompensieren. Andererseits wäre auch ein Wertgewinn denkbar. Mit Blick auf das Liquiditätsrisiko wäre der Investor einem mindestens ebenso hohen Illiquiditätsrisiko ausgesetzt wie bei einer Kreditvergabe durch ein Darlehen. Eine Immobilie dürfte kurzfristig ebenso schwierig veräußerbar sein wie ein Immobiliendarlehen. All dies spricht dafür, dass ein institutioneller Investor bei dieser Variante einen höheren Zins fordern würde als im Fall der Darlehensvergabe.

Attraktiver dürfte hier die Einbindung von Immobilienfonds als Eigentümer der Wohnimmobilie sein.¹³ Diese auf Immobilien spezialisierten Fondsgesellschaften besitzen die Infrastruktur für eine effektive Verwaltung der Immobilie, da sie ihr Hauptgeschäft darstellen. Außerdem streuen sie ihre Investments über sehr viele Anlagen. Dadurch mindert sich das Wertänderungsrisiko deutlich. Nichtwohnungsmarktaffine Investoren würden dann in den Immobilienfond investieren, dieser stellt für sie eine deutlich liquider Anlageform dar und ist zudem nach bekannten, standardisierten Kriterien zu bewerten und benötigt wenig neuer Expertise seitens des institutionellen Investors. Zudem wären mittels Immobilienfonds für die Investoren auch größere Investitionen möglich, im Vergleich zu den Investitionen in einzelne Projekte. Die Kommune kann folglich mit dem Immobilienfond die Belegungsrechte aushandeln und somit dem Fond eine garantierte Rendite für die Wohnungen zahlen. Der Fond dient damit der Vermittlung zwischen Investor und Kommune. Vergleichbar mit der Vermittlungstätigkeit einer Finanzagentur für Kommunalanleihen.

Die Kommune kann für den Investor und vor allem für den Immobilienfond als zuverlässiger Pächter der Wohnimmobilie angesehen werden, ein Zahlungsausfall ist praktisch ausgeschlossen. Dementsprechend kann sich gerade für einen Immobilienfond die langfristige rentable Vergabe von Belegungsrechten als lohnenswert erweisen. Allerdings wird die Fondsgesellschaft sich vorbehalten wollen in regelmäßigen Abständen die Konditionen an sich eventuell verändernde Marktbedingungen (Zinsänderungen, gestiegene Mieten im freien Wohnungsmarkt) anzupassen.

5.3.3 Misch-Modelle

Prinzipiell denkbar wären Misch-Modelle zwischen der Darlehens- und der Pächterlösung. Der Investor könnte zumindest teilweise an den Mieteinnahmen beteiligt sein, sowohl im positiven wie im negativen Fall. Das Risiko wäre dann für ihn allerdings noch höher als bei der Pachtvariante. Es ist nicht klar, ob angesichts der von ihm dann zu for-

¹³ Typische Immobilienfonds in diesem Bereich sind der Industria Wohnen und der Catella Fonds.

dernden Verzinsung noch genug Spielraum für eine nachhaltige Senkung der Zinsen unter das Marktniveau bliebe.

Hinzu kommt einmal mehr das Problem des Vertragsopportunismus. Die nicht ganz klaren Verhältnisse bergen Konfliktpotential. Durch die Beschäftigung eines externen Dienstleisters, der die Vermietung, Vermarktung und Bewirtschaftung durchführt, könnte dieses Problem zumindest gemindert werden. Insgesamt scheint diese Lösung allerdings nicht sehr erfolgversprechend.

5.4 Zu erwartende ökonomische Wirkungen des Modells

5.4.1 Wirkung auf dem Wohnungsmarkt

Auf dem Wohnungsmarkt wirkt das Modell wie eine Mietsubvention. Es senkt das Mietniveau in den betroffenen Wohnungen unter das Marktniveau – und zwar unter Aufwendung öffentlicher Mittel. Damit gelten für den wohnungsmarktorientierten Teil des Modells die allokationstheoretischen Kritikpunkte, die generell gegen Umverteilungsmaßnahmen vorgebracht werden, die nicht über die Förderung des gewünschten Personenkreises (Subjektförderung), sondern über eine bestimmte wirtschaftliche Aktivität (Objektförderung, Tätigkeitsförderung), in diesem Fall das Wohnen, implementiert werden. In Abschnitt 3 war bereits auf die Vorteile eines direkten Transfers in Form eines Wohngelds als subjektförderndes Instrument eingegangen worden. Anders als die objektfördernde Mietsubvention ist ein direkter Transfer „gerechter“ und damit verteilungspolitisch effektiver, weil einerseits auch Personen in den Genuss der Förderung kommen, die nicht das Glück haben, in einer mietsubventionierten Wohnung wohnen zu können, andererseits Personen von der Subventionierung ausgeschlossen werden können, die aufgrund ihrer individuellen Verhältnisse nicht zum Kreis der Geförderten zählen (Kühne-Bühning und Heuer 1994, S. 231 ff.). Ein Einkommenstransfer in Form von Wohngeld ist überdies aus volkswirtschaftlicher Sicht „ressourcensparender“, da die Lenkungsfunction der relativen Preise, der zentrale Steuerungsmechanismus einer Marktwirtschaft, nicht beeinträchtigt wird. Allerdings ließe sich ein zusätzliches Wohngeld nicht im Rahmen des skizzierten Modells über institutionelle Investoren finanzieren.

Dass es sich bei dem Modell wohnungsmarktseitig um eine Mietsubvention handelt, mag nicht direkt offensichtlich sein. Immerhin wird die Förderung nicht wie eine klassische Subvention direkt ausgegeben und belastet daher auch nicht den laufenden Haushalt der Kommune. Gleichwohl wendet die Kommune Haushaltsmittel auf, um das angestrebte Verteilungsziel zu erreichen. Denn Haushaltsmittel stehen hinter der Renditegarantie, in Form von potentiellen Belastungen für den Kommunalhaushalt in der Zukunft. Das Ausmaß der zu erwartenden Belastungen hängt ab vom Vermietungs- bzw. Leerstandsrisiko,

welches im Wesentlichen bestimmt wird durch die längerfristigen wirtschaftlichen und demographischen Risiken der Kommune und des lokalen Standorts des Objekts.

Es wäre allerdings denkbar, dass die Kommune aus dem Risikotransfer vom Investor zur Kommune, den das Modell impliziert, weitere Vorteile zieht, da sie das Risiko besser zu tragen in der Lage ist als der Investor. In diesem Fall wären die potentiellen Kosten geringer als es das Vermietungsrisiko nahe legt.

5.4.2 Wirkung des Risikotransfers

Zentrales Element des Modells ist der Risikotransfer vom Investor zur Kommune, durch den dieser dafür gewonnen werden soll, eine Rendite unterhalb der gängigen Mietrendite von Wohnungsmarktinvestitionen zu akzeptieren. Ein derartiger Risikotransfer kann grundsätzlich mit Nutzen- und Gewinnpotentialen verbunden sein. Dies ist immer dann der Fall, wenn sich die Allokation der Risiken verbessert, also wenn durch den Transfer Akteure, die mehr Risiken zu tragen in der Lage sind, Akteure mit einer geringeren Risikotragfähigkeit entlasten. Bei welcher der Parteien der Nutzen/Gewinn daraus dann hauptsächlich anfällt, ist damit noch nicht gesagt; dies hängt u. a. von der relativen Verhandlungsmacht und der Informationsverteilung ab. Es wäre aber denkbar, dass die Kommune in der Lage ist, sich einen Teil dieses Vorteils anzueignen. In der Gesamtabrechnung wäre ein solcher Vorteil den (latenten) Kosten durch die Risikoübernahme entgegen zu stellen.

Ein klassisches Beispiel für so einen allokatonsverbessernden Risikotransfer ist ein Schadenversicherungsvertrag: das Risiko des Schadens (Krankheit, Feuer, Diebstahl etc.) wird gegen Zahlung der Versicherungsprämie vom einzelnen Haushalt, für den der Schadenfall existenzbedrohlich sein könnte, auf das Versicherungskollektiv übertragen, das Einzelschäden, solange diese unabhängig voneinander auftreten, leicht tragen kann. Ein moderneres Beispiel für einen Risikotransfer ist das Finanzderivat des Swaps, eines standardisierten Finanzkontrakts, mit dem ein risikobehafteter Zahlungsstrom gegen einen sicheren Zahlungsstrom getauscht wird. Beim Zinsswap wird z. B. ein variabler Zinssatz gegen einen festen Zins getauscht, beim Credit Default Swap das Ausfallrisiko eines Kreditschuldners gegen eine feste Prämie. In all diesen Fällen gibt es für beide der beteiligten Parteien, auch für die Partei, die das Risiko übernimmt, einen wirtschaftlichen Vorteil zu realisieren. Bei der Versicherung ist es die breitere Streuung der Risiken über das Kollektiv, die es ihr erlaubt, das Risiko besser zu tragen als der Einzelkunde. Beim Zinsswap könnte es sein, dass die das Risiko übernehmende Partei selbst gegenläufigen variablen Zinseinnahmen ausgesetzt ist, die die übernommenen Zinsrisiken kompensieren. Beim Credit Default Swap steht hinter der Risikoübernahme häufig die Vermutung der übernehmenden Partei, die Risiken aufgrund spezieller Marktkenntnisse besser einschätzen zu können als es die das Risiko abgebende Partei vermag.

Im Fall des Wohnungsbaumodells ist nicht erkenntlich, dass ein solcher allokatonsfördernder Risikotransfer stattfindet und dass die Kommune die wirtschaftlichen Risiken daraus besser tragen kann als der institutionelle Investor. So dürfte die Kommunalverwaltung kaum über bessere Informationen über ihre wirtschaftlichen und demographischen Risiken verfügen als ein Außenstehender. Möglicherweise ist ein immobilienaffiner Investor sogar besser über die relevanten Risiken im Bilde als die Kommune. Und selbst wenn die Kommunalverwaltung aufgrund ihrer heraus gehobenen politischen Funktion frühzeitig über wirtschaftlich und demographisch relevante Entwicklungen erfährt als die breite Öffentlichkeit – etwa wenn ein Unternehmen eine Betriebsstättenenerweiterung plant oder ein großer öffentlicher Arbeitgeber wie z. B. die Bundeswehr einen Standort erweitern soll –, ergibt sich daraus im Rahmen des Modells nicht zwingend ein wirtschaftlicher Vorteil für die Kommune. Zwar wären in diesem Fall die Leerstandsrisiken wohl geringer. Die Kommune hätte allerdings angesichts des absehbaren verstärkten Zuzugs von Haushalten auch einen größeren Wohnraumbedarf und würde von sich aus die Renditezusagen an den Investor an ihre erhöhte wirtschaftliche Belastbarkeit anpassen, um ihn auf diese Weise zu einem Investment zu bewegen.

Ferner lässt sich kaum argumentieren, dass die Kommune die Risiken besser streuen kann. Tatsächlich ist sie weitaus stärker den wirtschaftlichen und demographischen Risiken ihrer Region ausgesetzt als ein institutioneller Investor, der seine Anlage bundesweit, europaweit oder international diversifizieren kann. Und über Einkunftsarten mit einem dem Immobilienleerstandsrisiko entgegen laufenden Zahlungsstrom – wie es im Fall des Zinsswaps häufig bei dem Vertragspartner, der den festen Zins zahlt, der Fall ist, verfügt die Kommune ebenfalls nicht.

Alles in allem kann geschlossen werden, dass der Risikotransfer für die Kommune keinen wirtschaftlichen Vorteil darstellt, von dem man erwarten könnte, dass ein Teil davon bei ihr verbleibt. Tendenziell werden durch die Risikoübernahme durch die Kommune sogar Risiken zu der Partei verlagert, die diese weniger gut zu tragen in der Lage ist. Mit Blick auf die Kosten der Risikoübernahme muss daher geschlossen werden, dass diese im vollen Umfang als Kostenfaktor für die Kommune gewertet werden müssen.

5.4.3 Erweiterung des kommunalen Haushaltsspielraums?

Es mag auf den ersten Blick plausibel erscheinen, dass das oben skizzierte Modell die Haushaltsspielräume der Kommune erhöht. Die Bereitstellung des Kapitals erfolgte durch den Investor an die Immobilien-Zweckgesellschaft. Die Kommune wäre zwar an der Gesellschaft beteiligt. Sie nähme aber selbst keinen Kredit auf. Dies könnte zu der Hoffnung Anlass geben, dass die Kommune sich in der Schaffung mietgünstigen Wohnraums engagieren könnte, ohne ihren Haushaltsspielraum einzuengen. Dies wäre vor allem für

Kommunen, die unter einem Haushaltssicherungskonzept agieren, eine interessante Option.

Allerdings war oben bereits darauf hingewiesen worden, dass der Übergang der erstklassigen Bonität der Kommune auf die Zweckgesellschaft, die Voraussetzung für eine sehr geringe Verzinsung des Investorenkapitals wäre, nicht ohne eine Bürgschaft der Kommune denkbar ist. Damit würde die Kommune de facto eine finanzielle Verpflichtung eingehen, die einer Kreditaufnahme gleichkäme. Es erscheint sehr unwahrscheinlich, dass die kommunale Finanzaufsicht einer direkten Kreditaufnahme zum Zwecke der Schaffung von mietvergünstigtem Wohnraum ihre Erlaubnis verweigert, der Konstruktion im Rahmen der Zweckgesellschaft aber zustimmt. Insofern dürften sich durch das Modell die kommunalen Haushaltsspielräume gegenüber einer direkten Kreditaufnahme nicht erweitern.

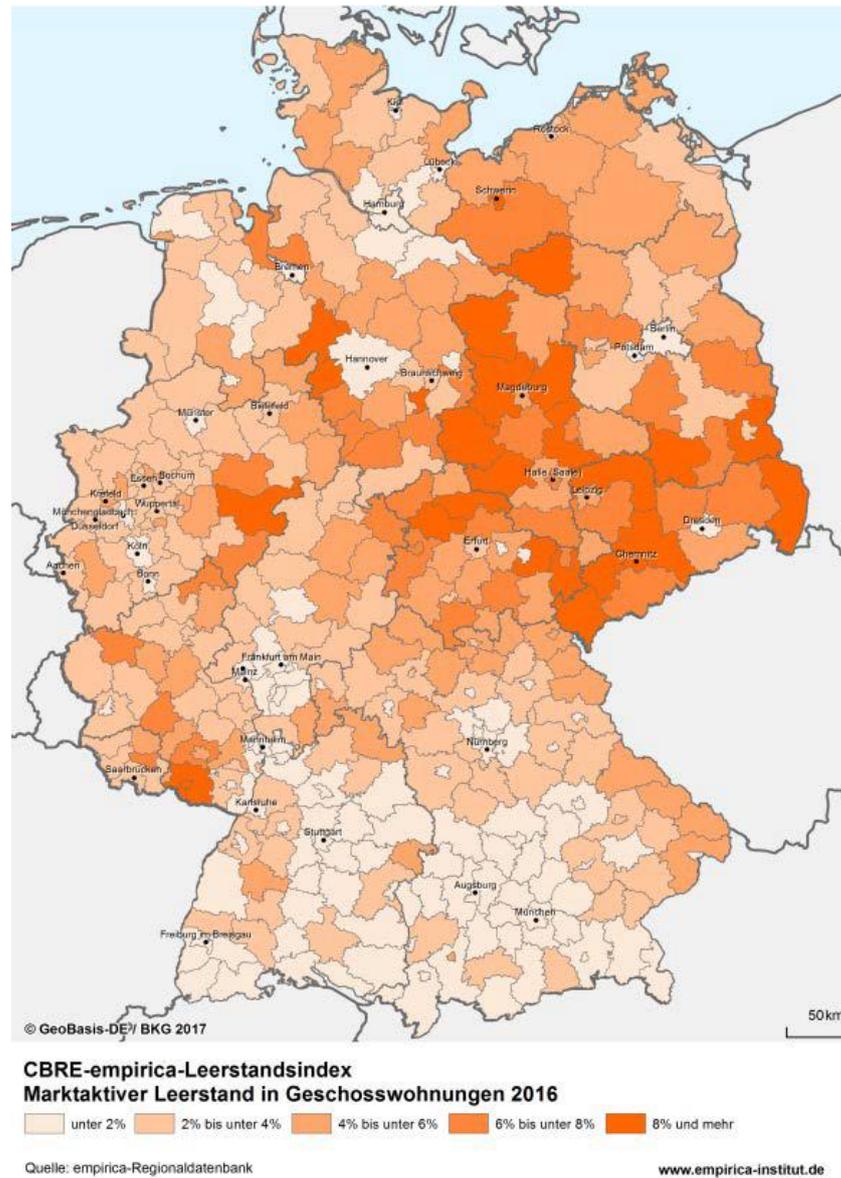
5.4.4 Höhe des durch die Kommune eingegangenen Risikos

Das Risiko, das die Kommune bei der Garantie einer festen Verzinsung an den Investor eingeht, lässt sich am besten durch die zu erwartende Leerstandsquote quantifizieren. Leerstandsquoten variieren bundesweit sehr stark (Abb. 7). Der Marktforscher Empirica weist für das Jahr 2016 eine durchschnittliche Leerstandsquote von nur 2% in Wachstumsregionen, von 4% in Stagnationsregionen und von 7,2% in Schrumpfsregionen aus (Empirica 2016).

Dabei sind die Quoten im Durchschnitt in ostdeutschen Regionen um 5 Prozentpunkte höher als in westdeutschen (BBSR 2014). Eine vorsichtige kommunale Planung sollte sich allerdings nicht mit diesen Durchschnittswerten begnügen, sondern bewusst die Möglichkeit eines deutlich schlechteren Verlaufs, etwa einer Verdoppelung oder Verdreifachung der Leerstandsquote mit einkalkulieren, immerhin handelt es sich bei einem Wohnungsmarktinvestment um eine sehr langfristige Kapitalanlage. Mithilfe von Szenarien können die Auswirkungen auf den kommunalen Haushalt abgeschätzt werden, die sich beispielsweise ergeben würden, wenn die Leerstandsquote für das geplante Objekt deutlich stiege, beispielsweise von 2,5% auf 10%. Die Auswirkungen auf den Gemeindehaushalt dürften sich allerdings außer bei einem sehr krassen Anstieg des Leerstands in Grenzen halten.

Die Kommune hat freilich auch selbst Einfluss auf die Höhe des Risikos. Zentral ist, dass die langfristigen Ertragsaussichten des Wohnbauprojekts positiv sind. Nur so kann ein kontinuierlicher Zahlungsstrom zur Bedienung der finanziellen Verpflichtungen gewährleistet werden. Die Ertragsaussichten hängen von der aktuellen Situation auf dem Wohnungsmarkt sowie von der zu erwartenden Zahl privater Haushalte und den Wohnungsfertigstellungen ab. Eine erste Abschätzung der zukünftigen Bevölkerungsentwicklung

Abb. 7: Leerstandsquoten nach Kreisregionen im Jahr 2016



Quelle: Empirica (2017).

ermöglichen Bevölkerungsprognosen des Statistischen Bundesamtes bzw. der Statistischen Landesämter. Die Entwicklung der zukünftigen Baufertigstellungen sollte sich von den Kommunen anhand der Entwicklung der eingereichten und bewilligten Baugenehmigungen abschätzen lassen.

Geeignet für die Analyse der aktuellen Wohnungsmarktlage sind beispielsweise die regelmäßig aktualisierten Wohnungsmarktprognosen des Bundesinstituts für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR 2015) sowie andere Studien von seriösen Wohnungsmarkt-

forschungsinstituten. Hilfreich sind darauf aufbauende Untersuchungen zum Wohnraumbedarf. Die oben genannte Studie der Prognos AG (2017) kategorisiert alle Städte bzw. Kreise nach ihrer Wohnungsmarktlage. Da eine aktuell angespannte Wohnungsmarktlage auf eine geringe Leerstandsquote in näherer Zukunft deutet, kann diese Analyse und Kategorisierung als Ausgangspunkt genutzt werden. Kommunale Wohnungsmärkte sollten demnach mindestens eine angespannte Lage aufweisen, um eine kommunale Investition zu rechtfertigen bzw. das wirtschaftliche Risiko für die Kommune zu reduzieren. Je weniger angespannt die Wohnungsmarktlage ist, desto eher eignen sich risikoarme regulatorische Maßnahmen seitens der Kommune (Baulandmodelle, Konzeptvergaben), um den Wohnungsmarkt in einem sozialgerechten Gleichgewicht zu halten.

Die Lage am regionalen Wohnungsmarkt, auf die die Kommune nur einen mittelbaren Einfluss hat, stellt allerdings nur einen von mehreren Bestimmungsgründen für die Attraktivität einer Wohnimmobilie dar. Über die Gestaltung des Wohnraums, die Wahl der Lage und die vorhandene Infrastruktur kann die Kommune beim Bau selbst Einfluss auf die langfristige Vermietbarkeit nehmen. Eine Ausgestaltung, die selbst in einer sich entspannenden Wohnungsmarktlage attraktiv und damit gut vermietbar bleibt, zieht möglicherweise höhere Investitionskosten nach sich, senkt aber das langfristige Leerstandsrisiko.

5.5 Die Finanzierungsmodelle im Vergleich

Das zu Beginn von Abschnitt 5 skizzierte Modell stellt eine Möglichkeit einer Zusammenarbeit von Kommunen und institutionellen Investoren dar. Es adressiert das Grundproblem, dass die Kapitalanlage in Wohnungen für die institutionellen Investoren im Wettbewerb mit anderen Anlageformen am Markt stehen und daher bei vergleichbarem Risiko und vergleichbarer Liquidität auch eine vergleichbare Rendite erwirtschaften wie die übrigen Anlageformen, was nur mit marktnahen Mieten erreichbar ist. Es ist hilfreich, sich diese Modellkonstruktion im Vergleich mit anderen Modellen zur Schaffung von mietvergünstigtem Wohnraum anzusehen, die im Rahmen des vorliegenden Papiers vorgestellt wurden. Tabelle 2 stellt die wesentlichen Merkmale der Modelle, insbesondere mit Blick auf deren Kosten bzw. Renditen, ihre Risiken und ihre Liquidität zusammen.

Ein relativ einfaches, aber effektives Modell der Zusammenarbeit zwischen Kommune und institutionellen Investoren liegt im Einsatz des Bau- und Genehmigungsrechts zum Zweck der Schaffung von günstigem Wohnraum (Modell (1) in Tabelle 2). Den bauwilligen Investoren wird die Auflage gemacht, einen bestimmten Anteil des neugeschaffenen Wohnraums mietvergünstigt abzugeben, zumindest über einen Teil der Gesamtnutzungsdauer der neuen Immobilie. Dieses Modell ist für die Kommune nicht mit Finanzbedarf verbunden und hat auch praktisch keinerlei zusätzliche Kosten, da die Baurechtsplanung und das Genehmigungsverfahren in jedem Fall notwendig wären. Zudem ist das

Modell für die Kommune risikofrei, da die Leerstands- und Wertänderungsrisiken der Immobilie vom Investor getragen würden. Da keine Kosten und Risiken entstehen, kann das Modell auch von Kommunen unter Haushaltsaufsicht umgesetzt werden. Da die Kommune im Kern ein weiteres wirtschaftliches Privileg nutzt, in diesem Fall aber nicht den Insolvenzschutz durch den Landeshaushalt, sondern ihre Stellung als Gebietsmonopolist beim Ausweis und der Genehmigung von Bauflächen und –projekten, ist eine Voraussetzung, dass keine starke Konkurrenz um institutionelle Investoren durch Umlandgemeinden besteht, die Investoren die Möglichkeiten geben, ihre Projekte ohne mietvergünstigtem Anteil zu realisieren. Die gewünschte Begünstigung der einkommensschwachen Haushalte wird erreicht, indem die Investoren zur Bereitstellung von mietgünstigem Wohnraum verpflichtet werden. Dies schmälert ihre Rendite, sofern es ihnen nicht gelingt, dies durch höhere Mieten für den nicht-mietverminderten Teil des Projekts auszugleichen. In der Praxis dürften sich somit Investoren und Neumieter des Projekts die „Subvention“ an die einkommensschwachen Haushalte teilen.¹⁴

Alternativ kann die Kommune die institutionellen Investoren auch ohne Auflagen Wohnbauten errichten lassen und den einkommensschwachen Haushalten Beihilfen zu den Wohnkosten in Form eines Wohngelds zukommen lassen (Modell (2)). Eine solche subjektorientierte Förderung ist verteilungspolitisch effektiv, da sie bedarfsabhängig justierbar ist und tendenziell alle Personen in der Zielgruppe zu erreichen vermag, nicht nur die, denen es gelingt, in Wohnung in der neuen Immobilie zu bekommen; außerdem verzerrt sie das Verhalten nicht, ist also volkswirtschaftlich effizient. Sie ist allerdings mit zusätzlichem Finanzbedarf verbunden, der sich allerdings in Anlehnung an Modell (1) teilweise bei den institutionellen Investoren abschöpfen ließe, etwa bei der Preisgestaltung für die veräußerten Flächen.

Deutlich näher an dem zu Beginn von Kapitel 5 skizzierten Modell liegen die Modelle (3) und (4). Die engste Verwandtschaft besteht zum Modell der direkten Kreditaufnahme durch die Kommune (3). Ein Darlehensvertrag mit einem institutionellen Investor wäre ein einfaches und zulässiges Investmentvehikel. Es wäre von der Kommune mit einem festen Zins zu bedienen und die Kommune könnte mit dem geliehenen Kapital eine Wohnimmobilie errichten und die Wohnungen mietvermindert vergeben. Alternativen dazu wären die Begebung einer Anleihe, möglicherweise zusammen mit anderen Kommunen, um das notwendige Volumen für eine kosteneffiziente Lösung zusammen zu bekommen, oder ein Bankkredit.

¹⁴ Gemäß der finanzwissenschaftlichen Theorie der Steuerüberwälzung hängt es von Elastizitäten von Angebot und Nachfrage ab, welche Partei den größeren Teil der „Subvention“ tragen wird (vgl. z. B. Sieg 2007, S. 36ff.). Ist das neue Mietobjekt sehr attraktiv und sind die Alternativen stark begrenzt, werden die Neumieter eher höhere Mieten zu zahlen bereit sein und entsprechend mehr zur „Subventionierung“ beitragen.

Tab. 2: Modelle zur Zusammenarbeit von Kommunen und institutionellen Investoren zur Schaffung von mietvergünstigtem Wohnraum

Modell	Rendite / Kosten	Risiko	Liquidität
Bodenpolitik, Auflagen für Investoren (1)	<ul style="list-style-type: none"> Keine Investorenbeteiligung Der Kommune entstehen keine zusätzlichen Kosten, da Baurechtsplanung und Genehmigungen stets notwendig sind 	<ul style="list-style-type: none"> Kein Kostenrisiko für die Kommune 	- / -
Wohngeld (2)	<ul style="list-style-type: none"> Keine Investorenbeteiligung Der Kommune entstehen direkte Kosten aus der Zahlung von Wohngeld sowie dazugehörige Verwaltungskosten 	<ul style="list-style-type: none"> Verlagerung der Wohnungsproblematik in höhere Einkommensschichten Keine langfristige Lösung der Angebotsknappheit 	- / -
Investor als Fremdkapitalgeber (3)	<ul style="list-style-type: none"> Dem Investor wird eine feste Rendite seitens der Kommune zugesichert Die Kommune geht eine Zahlungsverpflichtung ein. Kosten entstehen aus der Differenz der Mieteinnahmen zu den Zahlungsverpflichtungen ggü. dem Investor sowie aus einem eventuellen Verlust beim späteren Verkauf der Immobilie Verschiedene Finanzierungsmodelle denkbar: Darlehen, Kommunalanleihe, Bankkredit 	<ul style="list-style-type: none"> Der Investor trägt praktisch kein Risiko, da eine Kommune nicht insolvenzfähig ist Die Kommune trägt das wirtschaftliche Risiko bei Leerstand sowie der Wertänderungsrisiko der Immobilie 	<ul style="list-style-type: none"> Das Darlehen / der Kredit des Investors an die Kommune gilt als illiquide Anlage. Kann aber gehandelt werden Eigentum der Immobilie liegt bei der Kommune
Pachtmodell (4)	<ul style="list-style-type: none"> Dem Investor wird eine feste Pacht für die Immobilie zugesagt Die Kommune geht eine Zahlungsverpflichtung ein. Kosten entstehen aus der Differenz der Mieteinnahmen zu den Zahlungsverpflichtungen ggü. dem Investor 	<ul style="list-style-type: none"> Der Investor trägt das Wertänderungsrisiko der Immobilie. Die Zahlungen seitens der Kommune können als sicher angesehen werden Die Kommune trägt das wirtschaftliche Risiko bei Leerstand 	<ul style="list-style-type: none"> Die Immobilie mit der Kommune als Pächter ist handelbar, da sie sich im Eigentum des Investors befindet.
Modell oben – Gesellschaft in kommunalem Eigentum (5)	<ul style="list-style-type: none"> Der Investor erhält eine feste Rendite für sein Darlehen an die Gesellschaft, vgl. Modell (3) Kommunale Kosten wie bei Modell (3) 	<ul style="list-style-type: none"> Das Darlehen des Investors an die Gesellschaft ist durch die kommunale Bürgschaft faktisch risikolos Kommunale Risiken wie bei Modell (3) 	<ul style="list-style-type: none"> Eigentum der Immobilie liegt bei der Gesellschaft und damit bei der Kommune Liquidität wie bei Modell (3)
Modell oben – Gesellschaft in gemischtem Eigentum (6)	<ul style="list-style-type: none"> Der Investor erhält eine feste Rendite für sein Darlehen an die Gesellschaft, vgl. Modell (3) Die Kommune garantiert wie beim Pachtmodell Zahlungen an die Gesellschaft, vgl. Modell (4) 	<ul style="list-style-type: none"> Neben dem risikolosen Darlehen trägt der Investor nun auch einen Teil des Wertänderungsrisikos Die Kommune trägt das wirtschaftliche Leerstandsrisiko (vgl. Modell (4)) sowie einen Teil der Wertänderungsrisikos 	<ul style="list-style-type: none"> Das Darlehen gilt als illiquide Anlage, hinzukommt die illiquide Beteiligung an der Wohnungsgesellschaft, welche aber veräußerbar ist

Quelle: Eigene Darstellung.

Beim Pachtmodell (4) erhält die Kommune Belegungsrechte in dem von dem institutionellen Investor erstellten Gebäude und verpflichtet sich vertraglich zur Zahlung einer festen Pacht über einen längeren Zeitraum. Das Gebäude bliebe allerdings im Besitz des Investors, so dass dieser auch das Risiko der Weiterverwendung der Immobilie nach Ende des Pachtzeitraums trägt. Das Modell impliziert insofern eine Teilung der Risiken, die Kommune trägt das wirtschaftliche Risiko während des Pachtzeitraums, der Investor das für die Zeit danach. Da das Wertänderungsrisiko nennenswert ist, dürfte der Investor als Entschädigung dafür eine Pacht verlangen, die über dem Zinssatz liegt, der unter dem Kreditmodell (3) zu zahlen wäre.

Dies gilt umso mehr, als der Besitz der Wohnimmobilie für den Investor mit Illiquiditätsrisiken verbunden ist. Aus Investorensicht dürfte vor diesem Hintergrund ein indirekter Besitz in Form von Anteilen an einer Gesellschaft oder gar nur der Besitz einer Zahlungsverpflichtung der Kommune (Darlehensmodell (3)) zu bevorzugen sein. Allerdings ist selbst diese Modellform vergleichbar illiquide zu anderen Anlagenprodukten. Eine erhöhte Liquidität ließe sich vor allem durch die Instrumente Schuldscheindarlehen oder Kommunalanleihe sicherstellen.

Das oben skizzierte Modell lässt sich entweder in der Variante in Anlehnung an (3) oder in der Variante in Anlehnung an (4) realisieren. Die wirtschaftliche Bewertung ist identisch. Vorteilhaft wäre es, wenn sich durch die Auslagerung der Zusammenarbeit in eine Zweckgesellschaft der Haushaltsspielraum der Kommune erhöhte. Dies erscheint allerdings unwahrscheinlich.

5.6 Zur gegenwärtigen Bedeutung von kommunale Kreditbeschränkungen

Die vorliegende Studie geht Möglichkeiten nach, wie institutionelle Investoren zur Finanzierung von Wohnprojekten gewonnen werden können. Würden die Kommunen aktuell unter einer Restriktion in der Beschaffung von Fremdkapital leiden, so könnten die vorgestellten Modelle der Zusammenarbeit diese Restriktion lockern. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist allerdings nicht klar, ob die Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln der maßgebliche Engpass für die Erweiterung des Wohnungsangebots in den Städten darstellt.

Gegen eine Kapitalknappheit bei den Kommunen spricht, dass sich die Finanzlage der Kommunen insgesamt, ähnlich wie die des Bundes und der Länder, in den vergangenen Jahren mit dem Boom am Arbeitsmarkt deutlich verbessert hat. Zudem scheinen Kommunen derzeit ausreichend Angebote für Kredite von Banken bekommen (KfW 2017, S. 23f.). Beschränkt sind einige Kommunen eher in Bezug auf ihre Eigenmittel und die damit einhergehende Haushaltsslage und Konsolidierungspolitik. Diese Eigenmittel Beschrän-

kung betrifft allerdings jegliche Form von Wohnförderung, hier gilt es vielmehr im Kosten-Nutzen-Verhältnis die beste Alternative zu finden.

Davon abgesehen löst die Hinzunahme von Kapital von institutionellen Investoren nicht das Verfügbarkeitsproblem von Bauland und die damit einhergehenden hohen Grundstückspreise, welche bezahlbaren Wohnungsbau auch für kommunale Gesellschaften sehr kostspielig bis nicht bezahlbar machen.¹⁵ Ein wesentliches Ziel der Kommunen sollte es daher sein, das Grundstücksangebot auszuweiten, um den Wettbewerb zwischen den Eigentümern bzw. Vermietern zu fördern und dadurch Mietsteigerungen zu begrenzen. Außerdem sollten bei der Ausweisung neuen Baulands Quotierungsmodelle nach Münchener Vorbild (SoBoN) zur Anwendung kommen, um die Eigentümer an den Entwicklungskosten zu beteiligen und die Schaffung von bezahlbarem Wohnraum unmittelbar sicherzustellen. Denkbar sind hier vor allem Ausweitungen der Quotierungen für mittlere Einkommen (preisgedämpfter Wohnungsbau).

6. Experteninterviews

Ergänzend zum konzeptionellen Teil des Forschungsprojekts hat Kiel Economics in einem zweiten Teil Rückmeldungen aus der Praxis zu dem vorgeschlagenen Finanzierungsmodell eingeholt und zwar sowohl von Stadtplanungs- und Baufachleuten aus der Kommunalverwaltung bzw. von kommunalen Wohnungsbauunternehmen als auch von Immobilienexperten institutioneller Kapitalanlagegesellschaften. Dazu wurden die Experten identifiziert und auf ihre Bereitschaft, an der Studie mitzuwirken angesprochen. Im Fall einer Zusage wurden ihnen dann die erstellte Studie, eine Kurzzusammenfassung davon sowie der Interviewleitfaden zugesandt und ein Termin für ein Telefoninterview vereinbart.

Die Interviews wurden in der Zeit zwischen dem 25.3. und dem 11.4.2019 durchgeführt und dauerten zwischen 25 und 55 Minuten. Die Gespräche verliefen durchaus unterschiedlich. Es zeigte sich, dass die Perspektiven je nach Gesprächspartner stark variieren und zwar nicht nur zwischen den beiden Expertengruppen, sondern auch innerhalb der Gruppen. Dies liegt wohl zum Teil daran, dass sich die Ausgangspositionen teilweise deutlich unterscheiden, zum Teil hat es auch damit zu tun, dass die Herangehensweisen an viele Fragestellungen doch reichlich heterogen sind. Die folgende Zusammenfassung versucht die wichtigsten Gemeinsamkeiten und Unterschiede heraus zu arbeiten. Alle

¹⁵ Kommunale Wohnungsbaugesellschaften sind für eine Angebotsausweitung entweder auf vergünstigte kommunale Grundstücke oder Erweiterungsmaßnahmen an bestehenden Objekten angewiesen (BBSR (2017b), S. 88)

Gesprächsteilnehmer zeichneten hinsichtlich des im Rahmen dieses Forschungsprojekts vorgeschlagenen Finanzierungsmodells ein sehr ähnliches Bild, so dass mit Blick auf die Fragestellung des Forschungsprojekts der Interviewteil zu eindeutigen Schlussfolgerungen führt, die am Ende dieses Abschnitts dargelegt werden.

6.1 Die Perspektive der Kommunen

6.1.1 Aktuelle Wohnungsmarktsituation

Die Auswahl der Kommunen war heterogen. Zwar lag der Schwerpunkt auf den stark boomenden Metropolen, doch wurden auch Vertreter von kleineren Städten sowie von Städten mit nur mäßigem oder geringem Wachstum in nur moderat prosperierenden Regionen befragt. Dabei waren auch Kommunen, die unter kommunaler Haushaltsaufsicht stehen. Nicht befragt wurden Vertreter von Städten mit schrumpfender Bevölkerung. Entsprechend beschrieben die Kommunalvertreter beschrieben die Wohnungsmarktlage in ihren Kommunen mit Charakterisierungen zwischen „angespannt“ bis „in hohem Maße dramatisch“.

Als Hintergründe für die Anspannungen am Wohnungsmarkt wurden vielfältige Gründe genannt. Eine wichtige Rolle spielt die Zunahme der privaten Haushalte, teilweise aufgrund des Zuzugs aus dem Rest Europas und von Geflüchteten, teilweise infolge der Zunahme der 1-2-Personenhaushalte im Zuge der gesellschaftlichen Alterung und der Veränderung der Lebensgewohnheiten. Hinzu kommt, dass das Leben in den Städten generell wieder als attraktiver gilt, so dass auch Bewohner aus dem Umland (wieder) zu ziehen. Darüber hinaus gibt es einen Trend zur Urbanisierung, der einzelne Metropolen wie etwa München favorisiert, was noch verstärkt wird durch eine Globalisierung sowohl der Produktion, nicht zuletzt im IT- und im Dienstleistungsbereich (Microsoft, Google, Amazon etc.), als auch der Immobilienanlagen. Selbstredend spielen auch die über lange Jahre gute Konjunktur und der Arbeitsmarktaufschwung eine wichtige Rolle, durch die die Einkommen und damit die Ansprüche an die Wohnungsgröße, -lage und -ausstattung gestiegen sind.

In den angespannten Märkten sind es immer die weniger gut verdienenden Schichten, die besonders zu kämpfen haben. In Boom-Städten wie München oder auch Ludwigsburg sind dies sogar die Mittelschichten; die Stadt München zieht die Einkommensgrenze, bis zu der ein 4-Personen-Haushalt Anrecht auf eine mietgedämpfte Wohnung hat, bei € 93.000! In ärmeren Städten sind es die Geringverdiener und die Geflüchteten, da Wohnraum häufig vor allem im Niedrigpreissegment und im geförderten Segment fehlt. Letzteres liegt auch daran, dass in bestehenden Sozialwohnungen die Belegung mit eigentlich nicht Wohnberechtigten bei etwa der Hälfte liegen dürfte. Einer der Immobilien-

investoren mit Expertise außerhalb der deutschen Kern-Immobilienmärkte gab allerdings zu Protokoll, der Boom am Immobilienmarkt ginge an 90% der Kommunen vorbei, dort hätte sich in den vergangenen Jahren praktisch nichts verändert.

6.1.2 Die Reaktion der Kommunen

Die Kommunen sehen sich in allen untersuchten Städten unter Handlungsdruck, für günstigen Wohnraum zu sorgen, wenn auch in unterschiedlichem Maße. Naturgemäß ist der Druck in den boomenden Städten deutlich größer. Ein Kommunalvertreter aus einer Boom-Region begrüßte es ausdrücklich, dass sich der vhw des Themas „mietgedämpfter Wohnraum/Wohnungsnot“ angenommen hat, da es seiner Meinung nach nicht nur eine ökonomische, sondern eine elementare politische Dimension mit dem Potential eine Bedrohung der Gesellschaftsstruktur und der Akzeptanz der Sozialen Marktwirtschaft habe. Dies gelte nicht zuletzt, weil die ökonomischen Interessen derzeit mit sehr viel Geld für ihre politische Durchsetzung sorgen und dabei auch verschiedene Aspekte des Gemeinwohls gegeneinander ausspielen könnten.

Die Kommunen reagieren mit verschiedenen Instrumenten auf den Handlungsdruck. Einige Kommunen haben die (Wieder-) Gründung einer kommunalen Wohnungsbaugesellschaft oder einer Stadtentwicklungsgesellschaft beschlossen. Alle Kommunalvertreter weisen auf neue kommunale Programme hin, mit denen systematisch zusätzliche Bauflächen erschlossen und entwickelt oder bestehende intensiver für Wohnraum genutzt werden sollen. Die Flächenzunahme stößt allerdings überall an Schranken, sei es aufgrund technischer Aspekte wie Engpässen bei der Infrastruktur oder Umweltauflagen, sei es, weil nur wenige freie Flächen verfügbar sind, sei es, weil eine Nachverdichtung im Bestand mit einer deutlichen Verminderung der Lebensqualität der bisherigen Bewohner einher gehen würde.

Alle befragten Kommunalvertreter berichteten davon, Maßnahmen des Baurechts intensiv einzusetzen. Neu entwickelte Flächen haben generell mindestens einen Anteil von geförderten Wohnungen von 30%. In München sind es 50% und weitere 40% entfallen auf mietgedämpfte Wohnungen, so dass nur 10% der neugeschaffenen Kapazitäten frei an den Markt kommen. Neue Flächen werden dort im übrigen nur noch nach Erbbaurecht vergeben. In einigen Kommunen werden Flächen vergünstigt an Investoren vergeben mit der Auflage, dort für 20 oder 30 Jahre mietgedämpften Wohnraum zur Verfügung zu stellen.

6.1.3 Zu den Finanzierungsmodellen

Im Kern des Forschungsprojekts steht das vorgeschlagene Finanzierungsmodell. Dies sollte naturgemäß in den Interviews den breitesten Raum einnehmen. Allerdings reagier-

ten die Kommunalvertreter, wenn das Gespräch auf das Thema „Finanzierung“ kam, mehr oder weniger einheitlich mit Aussagen wie: „An Geld mangelt es eigentlich gar nicht!“, „Das Problem ist in ... [Name der Stadt] nicht das Geld, sondern die Fläche!“, „Finanzierung ist bei uns derzeit kein Thema!“. „Wie soll uns dieses Modell helfen – wir brauchen kein Geld, sondern Grundstücke?“ oder „Die Kapitalkosten sind derzeit nicht der Werthebel!“. Interessanterweise gilt dies nicht nur für reiche, prosperierende Kommunen, sondern auch für ärmere und solche, die unter kommunaler Haushaltsaufsicht stehen. Offenbar stellen Finanzmittel derzeit praktisch nirgendwo einen Engpassfaktor bei der Lösung der Wohnungsmarktprobleme dar.

Dabei spielt zunächst eine Rolle, dass sich die Haushaltssituation vieler Gemeinden in den vergangenen Jahren infolge des starken Aufschwungs am Arbeitsmarkt und der daraus resultierenden Zunahme der Steuereinnahme bei gleichzeitigem Wegfall von Sozialausgaben deutlich verbessert hat. Reiche Kommunen, etwa in Süddeutschland, haben sogar beträchtliche Haushaltsreserven und sind selbst bestrebt, diese anzulegen, um die Negativzinsen auf ihren Bankkonten zu vermeiden. Davon abgesehen profitieren Kommunen bzw. kommunale Wohnungsbaugesellschaften mit einem großen Wohnungsbestand selbst vom Boom am Wohnungsmarkt, da ihnen das steigende Mietniveau und die anziehenden Preise für veräußerte Objekte ein Einnahmeplus beschert.

Eine weitere Rolle spielt, dass die Marktzinsen für Kredite generell als niedrig wahrgenommen werden. Immerhin bleibt das Zinsniveau von derzeit 1 – 1,5% deutlich hinter der jährlichen Zuwachsrate der Steuereinnahmen von derzeit etwa 3,5% zurück.

Der wesentliche Grund dafür, warum Finanzmittel derzeit nicht als wesentlicher beschränkender Faktor in den Rathäusern und kommunalen Wohnungsämtern wahrgenommen wird, ist allerdings die reichliche Verfügbarkeit von Fördergeldern in Form von Wohnungsbauprogrammen des Bundes und der Länder, die typischerweise über staatliche Förderbanken an die Kommunen weitergeben werden. Die Konditionen sind dabei extrem günstig. So zahlen Kommunen und ihrer Wohnungsbaugesellschaften in vielen Bundesländern für ein kommunales Darlehen nach Aussagen mehrerer Kommunalvertreter nur Zinssätze im Bereich von 0 bis 0,3 Prozent! Dabei ist zu berücksichtigen, dass auch Kommunen, die unter einem Haushaltssicherungskonzept oder einer kommunalen Finanzaufsicht stehen, grundsätzlich für den Wohnungsbau Mittel aufnehmen dürfen, da der Bau von Wohnungen nicht konsumtiv wirkt, sondern den Vermögensbestand erweitert.

In einigen Ländern werden die sehr günstigen Fördermittel für eine spezielle Form der Zusammenarbeit zwischen Investoren und Kommunen zur Schaffung von mietgedämpftem Wohnraum genutzt. Dabei erhält der Investor seinerseits ein Darlehen von der Kommune, welches diese bei der landeseigenen Förderbank refinanziert. Das Darlehen läuft über einen Zeitraum von 20 Jahren; es hat einen sehr niedrigen Zinssatz (0 –

0,15%) und ist mit einem Tilgungsnachlass ausgestattet, der je nach Ausgestaltung der Zusammenarbeit zwischen 15 und 20% betragen kann und entweder nachschüssig oder sogar schon bei Beginn der Zusammenarbeit ausgezahlt wird. De facto erhält der Investor eine Subvention seiner Kapitalkosten und gibt diese in Form von Mieten unterhalb des Marktniveaus an die Mieter weiter.

Mit Blick auf die Pacht von Belegungsrechten gaben mehrere Kommunalvertreter an, dies funktioniere ihrer Erfahrung nach nur in Zeiten, in denen der Wohnungsmarkt am Boden liegt und die Eigentümer der Immobilien händeringend nach Mietern suchen, um ihrer Leerstände zu reduzieren. Für Märkte im Boom sei dieses Modell nicht geeignet. Hinsichtlich der gemeinsamen Zweckgesellschaft von Kommune und institutionellem Investor gab ein Kommunalvertreter zu bedenken, dass ein solches Modell für die Kommune auch politische Risiken bergen könnte. Zitat: „Kein Berliner Senat überlebt BlackRock als Partner für den kommunalen Wohnungsbau!“.

Ein Gesprächsteilnehmer erinnerte – als Alternative zu dem in dieser Untersuchung vorgeschlagenen Finanzierungsmodell – an den von den Bundestagsfraktionen der Grünen und der Linken im Jahr 2015 eingebrachten Gesetzesentwurf zur Wiedereinführung der Gemeinnützigkeit des Sozialen Wohnungsbaus. Die Gemeinnützigkeit war 1988 abgeschafft worden, u. a. weil die Eigentümer der Bestände dadurch die Möglichkeit bekommen sollten, ihre z. T. leerstehenden oder nur geringe Mieteinnahmen abwerfenden Bestände auf dem freien Markt zu verkaufen. Eine Wiedereinführung würde die Erträge aus Sozialwohnungen steuerfrei stellen und damit einen zusätzlichen Anreiz für Investitionen in diesem Segment schaffen.

6.2 Die Perspektive der institutionellen Investoren

Die institutionellen Investoren, mit deren Vertretern Gespräche geführt wurden, entstammten hauptsächlich dem Kreis der Lebens- und Sachversicherungen. Es kann davon ausgegangen werden, dass die Situation bei Pensionskassen und Versorgungswerken sehr ähnlich ist.

6.2.1 Wohnimmobilien als Ziel institutioneller Kapitalanlage

Die institutionellen Investoren, mit deren Vertretern für diese Untersuchung Gespräche geführt wurden, besitzen alle erhebliche Expertise in der Immobilienanlage. Immobilien machen zwischen 5 und 15% der Anlagen dieser Versicherungsunternehmen aus, wobei allerdings deutlich weniger als die Hälfte auf Wohnobjekte entfallen, diese jedoch derzeit deutlich an Bedeutung gewinnen. In der Regel besteht für Immobilieninvestments ein fester Prüfungs- und Aquisitionsprozess, der von einem oder mehreren Verantwortlichen

verwaltet wird. Ziel der Anlage ist die Erzielung von Mieten. Nur in Ausnahmefällen werden die Objekte zur Erzielung von baldigen Veräußerungsgewinnen erworben. Da die dauerhafte Sicherheit der Anlage ein wichtiger Aspekt ist, wird vorzugsweisen in die Metropolen und Schwarmstädte und dort gerne in die bevorzugten Lagen investiert.

Ein Teil der Investoren macht bereits Geschäfte mit Kommunen. Zum Teil ergibt sich dies dadurch, dass in vielen Städten bei neu entwickelten Wohnbaugrundstücken mindestens 30% der Wohnungen für den Sozialen Wohnungsbau bereitgestellt werden müssen. Einige Investoren haben auch schon Schuldscheindarlehen für den Wohnungsbau an Kommunen vergeben. Die Verzinsung liegt dann – bei zehnjähriger Zinsbindung – bei etwa 1%.

6.2.2 Renditeanforderungen an Neuinvestitionen im Wohnungsbau

Was die Renditeanforderungen an Immobilieninvestments angeht, wurden von den interviewten Investoren weitgehend dieselben Größenordnungen genannt. Diese bewegen sich bei 2½%, mit Tendenz in Richtung 2%. Renditen darunter würden nur in Ausnahmefällen akzeptiert, etwa wenn der Investor damit an ein sehr günstig gelegenes Grundstück heran käme oder wenn sich ein zusätzlicher Public-Relations-Nutzen für den Investor durch das Investment ergäbe. Angesprochen darauf, dass die hohe Bonität einer Kommune oder kommunalen Wohnungsbaugesellschaft doch prinzipiell dazu führen müsste, dass die Rendite nur wenig über der von Bundesanleihen oder Pfandbriefen liegen müsste, die derzeit eher kaum über Null rentieren, bejahten mehrere Investoren dies, wiesen aber darauf hin, dass sie solche extrem niedrigverzinslichen Papiere schon lange Zeit nicht mehr in ihren Portfolios hätten. Der Druck, die jährliche Garantieverzinsung von 3 bis 4% zu erwirtschaften, sei so groß, dass Zugeständnisse bei der Bonität der Gläubiger gemacht werden müssten, um darauf zu kommen. Sicherheit allein sei insofern kein zugkräftiges Argument, wenn sie mit Renditen unter 2% einherginge.

Ein Investor verwies darauf, dass institutionelle Investoren derzeit auch gerne die Rolle des Nachrang-Investors – auf den höhere Risiken, aber auch eine höherer Rendite entfällt – bei größeren Immobilieninvestitionen übernehmen, wobei Banken dann die Tranche mit der höheren Bonität hielten.

6.2.3 Zu den Varianten des Finanzierungsmodells

Mit Blick auf die Varianten des Finanzierungsmodells fielen die Einschätzungen sehr unterschiedlich aus. Mehrere Investoren äußerten Sympathie für das Belegungsrechtmodell, sei es weil der Investor gerne Immobilien im Bestand hält, sei es weil er kaum Kompetenz in der Kreditvergabe hat.

Mehrere Vertreter äußerten ferner, dass sie das Modell des Joint Ventures (Zweckgesellschaft) als problematisch ansähen, da ihr Haus gerne die ungeteilte wirtschaftliche Verfügungsgewalt über ein Investitionsobjekt hätte. Ein Investor wies darauf hin, dass Banken oder Versicherungen in der Regel einen Verwaltungsablauf mit festen Regeln und Kategorien für ihre Kapitalanlagen haben. Neue Arten der Kooperation, wie die zwischen Investoren und Kommunen, könnten hier auf bürokratische Hürden stoßen, da Unbekanntes und Neues zunächst abgelehnt und mit einer höheren Risikoeinstufung versehen würde.

6.3 Schlussfolgerungen

Zusammenfassend ergaben die Gespräche mit den Kommunalvertretern, dass die Kommunen einerseits deutlich unter Druck stehen, günstigen Wohnraum zu schaffen und daher Initiativen begrüßen, die dazu neue Ideen und Vorschläge erörtern. Andererseits ist die Verfügbarkeit finanzieller Ressourcen derzeit gerade praktisch nirgendwo ein Engpassfaktor. Dies liegt zum einen daran, dass sich die Finanzlage der Kommunen durch den jahrelangen Aufschwung vielerorts als sehr entspannt darstellt. Zum anderen ist es auf die sehr reichlich ausgestatteten Förderprogramme des Bundes und der Länder zurückzuführen, die ihrerseits wiederum vor dem Hintergrund der außergewöhnlich langen Niedrigzinsphase und des anhaltenden Arbeitsmarktaufschwungs zu sehen sind.

Die Gespräche mit den Investoren ergaben, dass das vorgeschlagene Finanzierungsmodell unter den derzeitigen Rahmenbedingungen nicht wirtschaftlich zu implementieren ist. Aufgrund der langen Niedrigzinsphase stehen institutionelle Investoren unter erheblichem Druck, hochverzinsliche Anlagen zu finden. Der Aspekt, der die Kommunen grundsätzlich als Investment-Partner und Gläubiger interessant machen könnte, nämlich die hohe Sicherheit, die sie als nicht insolvenzfähige Körperschaften bieten, ist für die meisten institutionellen Anleger derzeit nachrangig. Mit 2 – 2½% liegen die Renditeanforderungen der Investoren deutlich oberhalb der Kosten, die eine Kommune am Markt für einen Bankkredit zahlen müsste. Nimmt man dann noch die oben angesprochenen außerordentlich günstigen Konditionen öffentlicher Fördermittel mit ins Bild, so wird eine Zusammenarbeit mit institutionellen Investoren für Kommunen gänzlich unwirtschaftlich.

7. Zusammenfassung und Bewertung

In den deutschen Metropolen und Ballungsräumen wird es für einkommensschwache Haushalte zunehmend schwieriger Wohnraum zu finden. Vor diesem Hintergrund sollen die Kommunen stärker als bisher aktiv werden. Neben der vermehrten Bereitstellung von Bauland steht auch eine direkte Bereitstellung von Wohnraum für einkommensschwächere Haushalte zu Mietkonditionen unterhalb des Marktniveaus, etwa durch kommunale Wohnungsbauunternehmen, zur Diskussion.

Das vorliegende Papier hat Modelle beschrieben, mit denen Kommunen auf die erhöhte Nachfrage nach günstigem Wohnraum reagieren können, indem sie mit institutionellen Investoren zusammenarbeiten. Die Rahmenbedingungen erscheinen im Prinzip günstig. Im Verlauf der jahrelangen Niedrigzinsphase ist die Verzinsung von sicheren oder nahezu sicheren Anlagen stark gefallen. Versicherungsunternehmen, berufsständische Versorgungswerke etc. suchen verstärkt nach risikoarmen Anlagemöglichkeiten. Wohnimmobilien haben dabei gerade in den vergangenen Jahren stark an Bedeutung gewonnen. Trotz mittlerweile stark gestiegener Preise für Bestandsimmobilien und Bauland sowie merklich anziehender Baukosten zeichnet sich am aktuellen Rand kein Ende der Nachfrage institutioneller Investoren nach geeigneten Investitionsobjekten ab; eher das Gegenteil ist der Fall.

Das zu Beginn von Abschnitt 5 skizzierte Modell stellt eine Möglichkeit einer Zusammenarbeit von Kommunen und institutionellen Investoren dar. Es adressiert das Grundproblem, dass die Kapitalanlage in Wohnungen für die institutionellen Investoren im Wettbewerb mit anderen Anlageformen am Markt stehen und daher bei vergleichbarem Risiko und vergleichbarer Liquidität auch eine vergleichbare Rendite erwirtschaften müssen wie die übrigen Anlageformen, was nur mit marktnahen Mieten erreichbar ist. Im Rahmen des skizzierten Modells zahlt die Kommune den institutionellen Investoren stattdessen eine niedrige, aber feste Rendite auf deren Investment. Als Ausgleich für den Verzicht auf Rendite erhalten die Investoren eine erhöhte Sicherheit ihrer Anlage durch die Freiheit von Renditerisiken. Die Kommune, die mit dem Kapital der Investoren zu einem Mietzins unterhalb des Marktniveaus vermietet, kann so die Budgets der einkommensschwachen Haushalte entlasten. Die Finanzierung würde nicht direkt über den Haushalt, sondern über eine zu gründende Zweckgesellschaft laufen und dadurch möglicherweise zu zusätzlichen Haushaltsspielräumen führen.

Die Experteninterviews ergaben allerdings recht klar, dass sich die skizzierten Kooperationsmodelle zwischen Kommunen und institutionellen in der derzeitigen Lage aller Wahrscheinlichkeit nach nicht umsetzen lassen werden. Denn den Kommunen in Deutschland stehen derzeit mehr als reichliche Finanzierungsmittel zur Förderung von mietgedämpften Wohnungsbau zur Verfügung – und zwar sowohl den boomenden Metropolen als

auch den weniger stark wachsenden und kleineren Städten. Knapp sind hingegen fast überall Baugrundstücke, Planungskapazitäten und Baudienstleister. Für ein neues Finanzierungsmodell besteht aus Sicht der Kommunen kein Bedarf.

Ferner ergaben die Interviews, dass die Modelle derzeit auch nicht wirtschaftlich zu betreiben sein würden, da die Renditeanforderungen der institutionellen Anleger nicht nur sehr deutlich über den Konditionen für öffentliche Fördermittel, sondern auch spürbar über den Kreditzinsen für normale Bankdarlehen liegen. Hintergrund hierfür ist, dass der Anlagedruck bei den Institutionellen mittlerweile so groß ist, dass sie kaum in nahezu vollständig sichere Anlagen wie Bundesanleihen oder eben Engagements in Kommunen investieren, da sie mit der dadurch erzielten Verzinsung nicht in der Lage sind, ihre Verbindlichkeiten zu bedienen. Alles in allem sind damit zwei Grundannahmen der vorliegenden Untersuchung, nämlich die Knappheit von Finanzmitteln für Kommunen und das Interesse von institutionellen Investoren an quasi-sicheren Anlagen mit nur geringfügig höherer Verzinsung als deutsche Bundesanleihen, nicht erfüllt.

All dies muss nicht bedeuten, dass das vorgeschlagene Finanzierungsmodell grundsätzliche konzeptionelle Schwächen hat. Es indiziert zunächst einmal nur, dass es unter den derzeitigen gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht wirtschaftlich ist. Aus makroökonomischer Perspektive ist die derzeitige Situation höchst ungewöhnlich. Sie ist gekennzeichnet durch ein Zusammenfallen eines langjährigen Aufschwungs am Arbeitsmarkt mit einer langanhaltenden Niedrigzinsphase. Dies ist in hohem Maße untypisch, geht ein langjähriger Aufschwung am Arbeitsmarkt doch zumeist mit steigenden Lohnforderungen und bedingt dadurch mit anziehendem Preisauftrieb und steigenden Zinsen einher. Dass es derzeit nicht so ist hat unter anderem damit zu tun, dass die Europäische Zentralbank beim Setzen der Zinsen den gesamten Euroraum im Blick hat, nicht nur die Lage in Deutschland; eine Rolle spielt darüber hinaus, dass die Kapitalmarktzinsen hierzulande auch durch Kapitalflucht aus Ländern, die als weniger sicher angesehen werden, gedrückt werden.

Mittelfristig ist damit zu rechnen, dass die Zinsen wieder steigen werden. Dann dürfte die Finanzierung kommunaler Investitionen für institutionelle Investoren durchaus wieder eher als Option in Betracht kommen. Bei ungünstigerer Konjunktur als in den vergangenen Jahren wären zudem die Steuereinnahmen geringer und die Sozialleistungen höher, entsprechend stärker belastet wären die Kommunalhaushalte und auch Bund und Ländern könnten nicht so reichliche Fördermittel für den kommunalen Wohnungsbau zur Verfügung stellen, so dass auch die Nachfrage der Kommunen nach anderen Finanzierungsquellen dann wieder höher wäre. Insofern mag derzeit nicht die Zeit für Kooperationsmodelle zwischen Kommunen und institutionellen Investoren zur Finanzierung von mietgedämpftem Wohnungsbau sein, sie mag aber durchaus noch kommen.

Literatur

- Arens, J. (2015). Immobilieninvestitionen institutioneller Investoren. In: M. Trübstein (Hrsg.), Real Estate Asset Management – Studienergebnisse zu direkten und indirekten Immobilieninvestitionen in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Wiesbaden, S. 229-253.
- Beyerle, T. (2016). Die Rolle von Wohnimmobilien für Langfristinvestoren. Absolut Report Nr. 4/2016, S. 35 – 41.
- Bundeanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (2017). Hinweise zur Anlage des Sicherungsvermögens von Erstversicherungsunternehmen, auf welche die Vorschriften für kleine Versicherungsunternehmen (§§ 212 bis 217 VAG) Anwendung finden, sowie von inländischen Pensionskassen und Pensionsfonds (Kapitalanlagerundschriften). Rundschreiben 11/2017 (VA) vom 12.12.2017. Bonn. https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1711_hinweise_anlage_sicherungsvermoegen_va.html?nn=9021442. Zugriff 11.7.2018.
- Brand, S. und J. Steinbrecher (2017): KfW-Kommunalpanel 2017, KfW Research, Frankfurt am Main.
- Brand, S. und J. Steinbrecher (2016). Erst mehr Geld und jetzt mehr Personal – was benötigen Kommunen für Investitionen? Fokus Weltwirtschaft; Nr. 151, KfW-Research.
- Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) im Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung (2015). Wohnungsmarktprognose 2030. Bonn. https://www.bbsr.bund.de/BBSR/DE/WohnenImmobilien/Wohnungsmarktprognosen/Fachbeitraege/Prognose2030/Prognose2030_node.html.
- Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) im Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung (2017a). Ende der zweiten Hochphase des Transaktionsgeschehens mit Wohnungsbeständen. BBSR-Analysen KOMPAKT; 04/2017. Bonn.
- Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) im Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung (2017b). Aktuelle Trends der Wohnungsbautätigkeit in Deutschland – Wer baut wo welche Wohnungen? Bonn.
- Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) im Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung (2014). Aktuelle und zukünftige Entwicklung von Wohnungsleerständen in den Teilräumen Deutschlands. Bonn.
- Bundesministerium für Verkehr, Bau- und Stadtentwicklung (BMVBS) und Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung (BBR) (2008). Expertise „Stadttrendite durch kommunale Wohnungsunternehmen“. BBR-Online Publikationen; Nr. 01/2008.

- Bundesverband deutscher Banken e.V. (BdB) (2012). Positionspapier des Bankenverbandes zu den Perspektiven der Kommunalfinanzierung.
- BVI, Deutscher Fondsverband (2019). Statistik, <https://www.bvi.de/statistik/> Zugriff am 15.5.2019.
- Dedy, H. (2014). Soll die Anleihe den Kommunalkredit ersetzen? Aktuelle Entwicklungen bei der Kommunalfinanzierung. Städtetag aktuell; 02/2014; S. 7-9.
- Deutscher Städtetag (2014). Strategisches Flächenmanagement und Bodenwirtschaft.
- Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V. (DV) (2016). Mehr Bauland für bezahlbaren Wohnungsbau.
- Eekhoff, J. (2002). Wohnungspolitik. 2. Auflage; Tübingen.
- Effenberger, S. (2017): Spezial-AIF zur Investition in PPP-Immobilien: Anlagevehikel für institutionelle Anleger, Wiesbaden.
- Empirica (2017). CBRE-empirica-Leerstandsindex 2016 und empirica-Prognose 2021. <https://www.empirica-institut.de/nc/nachrichten/details/nachricht/cbre-empirica-leerstandsindex-zum-31122016/>.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (2016). Wem die Sparkasse gehört. Online-Ausgabe.
- Gahn, R. (1994). Delegiertes Portfolio Management deutscher institutioneller Anleger aus dem Nichtbanken-Bereich. München.
- GDV, Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (2017). Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft. Berlin.
- Gornig, M. und C. Michelsen (2017). Kommunale Investitionsschwäche : Engpässe bei Planungs- und Baukapazitäten bremsen Städte und Gemeinden aus. In: DIW-Wochenbericht 11/84, S. 211-219.
- Haug, P., A. Kauffmann und M. Kloss (2012). Größenvorteile im Bereich kommunaler Leistungen: Bericht zum 4. Halleschen Kolloquium zur kommunalen Wirtschaft. In: Wirtschaft im Wandel (18) 6, S. 188-195.
- JLL (2018). Investmentmarktüberblick - 2. Quartal 2018. <http://www.jll.de/germany/de-de/research/682/investmentmarktueberblick>. Zugriff am 3.7.2018.
- Just, T. (2012). Anlageziele und Entscheidungskriterien institutioneller Investoren in Deutschland - Erste Ergebnisse einer aktuellen Umfrage. Vortrag am 21.11.2012.
- KfW (2017). KfW-Kommunalpanel 2017.
- Kommaalpha (2018). Spezialfonds 2017 – Analyse der Spezialfonds in Deutschland. Kommaapha AG, Isernhagen.

- Kühne-Bühning, L. und J. H. B. Heuer (1994). Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft. 3. Auflage. Frankfurt am Main.
- Landeshauptstadt München (2018). Sozialgerechte Bodennutzung (SoBoN).
- Leijonhufvud, A. (1973). Über Keynes und den Keynesianismus – Eine Studie zur monetären Theorie, Köln.
- Lepelmeier, D. und K. G. Ueckermann (2015). Kapitalanlage und Risikomanagement – Die zwei Seiten einer Medaille. Zur konzeptionellen Basis und Struktur des Investmentprozesses bei institutionellen Kapitalanlegern in Deutschland. Bad Soden/Ts.
- Loos, C. (2005). Strategien institutioneller Immobilieninvestoren – Ein kompetenzbasierter Strategieansatz am Beispiel offener Immobilienfonds. Köln.
- Meier, C.-P. (2018): Buchbesprechung Lasse Heje Pedersen, Efficiently Inefficient – How Smart Money Invests & Market Prices are Determined, Princeton University Press 2015; Anti Ilmanen, Expected Returns – An Investor’s Guide to Harvesting Market Rewards, Wiley & Sons 2011, in: IPE Institutional Investment.
- Meier, C. -P. (2013). Deutlicher Anstieg der Nettozuwanderung nach Deutschland. Wirtschaftsdienst 93 (7), S. 466-470.
- Meier, C. - P. (2012). Bauinvestitionen und Immobilienpreise. In: Immobilienwirtschaftslehre, Bd. 2, Immobilien Manager Verlag, Köln 2012, S. 355-380.
- Meier, C. -P. und L. Brand (2017). Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen der langen Niedrigzinsphase in Deutschland. Kiel.
- Meier, C. -P. und F. Weiß. (2016). Zuwanderungsschub stärkt Aufschwung in Deutschland. Prognosen zur Entwicklung der Konjunktur in Deutschland 2016 – 2018. Kiel.
- Meier, C. -P. und F. Dumoulin (2017). Kapazitätsauslastung im Baugewerbe. BBSR-Online-Publikation; Nr. 14/2017.
- Prognos AG (2017). Studie Wohnungsbautag 2017: Wohnraumbedarf in Deutschland und den regionalen Wohnungsmärkten.
- Schulz-Wulkow (2011): Die Renaissance der Wohnimmobilie bei institutionellen Investoren, in: H. Wüstefeld (Hrsg.), Wohnimmobilien als Asset-Klasse, Köln, S. 47-62.
- Sieg, G. (2007). Volkswirtschaftslehre. München. Seite 36 ff.
- Statistisches Bundesamt (2017). Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen. Fachserie 18, Reihe 1.4. Wiesbaden.

- Steininger, M. (2018). Aktuelle und langfristige Entwicklungen bei deutschen Wirtschaftsimmobilien. Vortrag beim Arbeitskreis Bau- und Wohnungsprognostik in München am 26.4.2018.
- Telos (2018). Der Spezialfondsmarkt 2018. Telos GmbH. <https://www.telos-rating.de/page/spezialfonds-studie>. Zugriff am 12.7.2018.
- Trübstein, M. (2015a). Studienergebnisse zum Real Estate Asset Management in der Schweiz: Investitions- und Managementstrategien Schweizer Investoren bei der direkten Immobilienanlage. In: M. Trübstein (Hrsg.), Real Estate Asset Management – Studienergebnisse zu direkten und indirekten Immobilieninvestitionen in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Wiesbaden, S. 103-142.
- Trübstein, M. (2015b). Studienergebnisse zum Real Estate Asset Management in der Schweiz: Investitions- und Managementstrategien Schweizer Investoren bei der indirekten Immobilienanlage. In: M. Trübstein (Hrsg.), Real Estate Asset Management – Studienergebnisse zu direkten und indirekten Immobilieninvestitionen in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Wiesbaden, S. 143-184.
- Vetter, S. und F. Zipfel (2014). Klein, aber fein? Kapitalmarktfinanzierung subnationaler Gebietskörperschaften im Aufwind. Deutsche Bank Research.
- Wolff, S. (2014). Kommunalanleihen in Deutschland – ist der klassische Kredit ein Auslaufmodell?. KfW Economic Research; Nr.62.
- Zipfel, F., Mann, S. (2012). Einer für alle, alle für Einen? Kommunale Finanzagentur – ein Überblick. Deutsche Bank Research.