



Neue Finanzierungsquellen für bezahlbaren Wohnraum?

Bericht zum Forschungsprojekt „Institutionelle Investoren als Kapitalgeber für den kommunalen Wohnungsbau“

Bernd Hallenberg, Carsten-Patrick Meier,
Fabian Rohland

Das Forschungsprojekt

Die Grundidee erschien bestechend einfach: Dem wachsenden Mangel an bezahlbarem Wohnraum in den Städten mit zusätzlichen Finanzierungsmitteln zu begegnen und dies als Win-win-Ansatz für Kommunen und institutionelle Anleger auszugestalten.

Tatsächlich fehlte den Kommunen vor wenigen Jahren – neben den zuvor veräußerten eigenen Wohnungen – vor allem das Kapital, um die stetig wachsende Nachfrage nach bezahlbaren Wohnungen gerade im sozialen Wohnungsbau befriedigen zu können.

Auf der anderen Seite versprach ein solches Modell jenen Investoren, die angesichts veränderter Rahmenbedingungen ihr Anlageportfolio weiter ausdifferenzieren wollten, eine zwar nicht besonders renditestarke, dafür aber risikoarme Ergänzung ihres Anlageportfolios. Professionelle Beobachter bewerteten solche Modelle durchaus positiv (JLL 2018).

Vor diesem Hintergrund beauftragte der vhw – Bundesverband für Wohnen und Stadtentwicklung e. V. das Institut Kiel Economics Research & Forecasting mit einer Studie, um solche Kooperationsmodelle zwischen Kommunen und institutionellen Investoren grundsätzlich und im Hinblick auf ihre Gestaltung zu prüfen.

Die Untersuchung zeigte jedoch, dass inzwischen einige Annahmen bis auf weiteres obsolet geworden sind. So stehen den Kommunen, auch aufgrund der stärkeren Bundesunterstützung seit 2017 (Deutscher Bundestag 2019), inzwischen hinreichend große Finanzmittel für den Bau bezahlbarer Wohnungen zur Verfügung; die weiterhin stagnierende Bautätigkeit ist vielmehr Resultat zu hoher

Baulandpreise sowie eines erheblichen Fachkräftemangels, der zu einem wachsenden Bauüberhang beiträgt.

Auch für potenzielle Investoren haben sich die Bedingungen für die Gestaltung des Anlageportfolios erheblich geändert, wie Interviews im Rahmen der Studie bestätigen. Die andauernde Niedrigzinsphase und deren unterschiedliche Folgen für die Anlagesegmente haben die Ansprüche an das Risiko-Rendite-Profil von Anlagen deutlich verschoben, auch zulasten eines möglichen Engagements beim Bau von bezahlbaren Wohnungen.

Insofern zeigt der folgende Werkstattbericht zwar potenzielle Gestaltungsmöglichkeiten eines solchen Modells auf. Eine Umsetzung kommt jedoch erst unter weithin geänderten Rahmenbedingungen in Betracht.

Rahmenbedingungen im Umbruch

Kommunen im Spannungsfeld zwischen steigenden wohnungspolitischen Herausforderungen und (vermeintlicher) Finanzierungsproblematik

Nach wie vor werden in Deutschland zu wenige Wohnungen gebaut. Im Jahr 2018 hinken die Baufertigstellungen mit 285.900 gebauten Wohnungen dem von der Bundesregierung gesteckten Ziel von 375.000 neuen Wohneinheiten weit hinterher (Destatis 2019, Bundesregierung 2018). Vor allem in den dynamischen Wohnungsmarktregionen wird die Versorgungslücke für viele Haushalte stetig größer.

Zur Bewältigung der Versorgungsprobleme wird seit mehreren Jahren für ein stärkeres Engagement der Kommunen plädiert, auch durch den (Wieder-)Aufbau eigener Wohnbestände

(vgl. Aring et al. 2016, DStGB 2019, Lieberknecht 2016).

Die gestiegenen Anforderungen an kommunales wohnungspolitisches Handeln treffen jedoch bei den Kommunen nicht selten auf begrenzte Interventionsmöglichkeiten. Verantwortlich ist zum einen die frühere Privatisierungspolitik, in der Kommunen bzw. kommunale Wohnungsunternehmen sich in großem Umfang von Wohnungsbeständen („Tafelsilber“) trennten (vgl. BBSR 2017a: 8). Zum anderen begrenzen knappe finanzielle und personelle Ressourcen lange die kommunalen Einflussmöglichkeiten. Vor allem die regionalen Ungleichheiten bestehen weiter fort (vgl. Bertelsmann Stiftung 2019). Rund 20 Prozent der Kommunen verfügen nicht über einen ausgeglichenen Haushalt, insbesondere Großstädte.

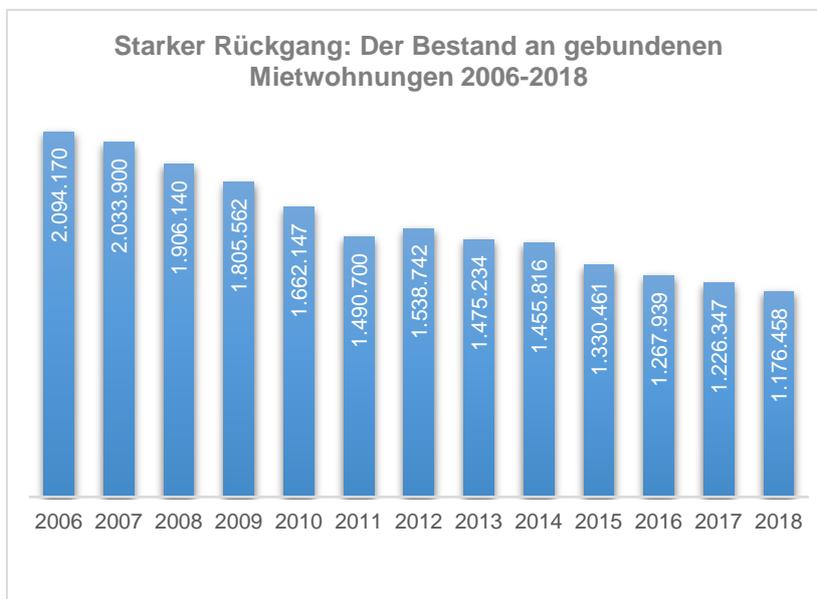
auf den regionalen Wohnungsmärkten darstellte. Für den Abbau wohnungspolitischer Instrumente des Bundes fand kein adäquater Aufbau eines kommunalen „Gegengewichts“ statt, mit dem die gestiegenen Herausforderungen – wie z. B. die Wohnraumversorgung einkommensschwacher Haushalte – hätten bewältigt werden können (Faller 2017).

Neue Partner für die Kommunen zur Erweiterung der wohnungspolitischen Handlungsfähigkeit?

Weithin unbestritten ist, dass die bestehenden Instrumente der Bestandspolitik und zur Förderung von preisgünstigem Wohnungsneubau nicht ausreichen. Das hier vorgestellte Projekt basiert dabei ganz auf der Annahme begrenzter fiskalischer Handlungsfähigkeit der Kommunen. Daher könne, so die Ausgangsthese, die Aktivierung privaten Kapitals den Engpässen bei bezahlbarem Wohnraum aktiv begegnen – mit dem Fokus auf nicht-wohnungsmarkt-affine institutionelle Investoren.

Als wesentliche Triebfeder auf der Seite der **Kapitalgeber** wurde die Niedrigzinsphase auf den Kapitalmärkten und der dadurch verursachte Anlagedruck bei den institutionellen Investoren an-

genommen. Auf der Suche nach Anlagealternativen mit einem attraktiven Rendite-Risiko-Profil gilt der deutsche Wohnungsmarkt als „attraktiver und vergleichsweise sicherer Anlagemarkt, auf dem sich Wertsteigerungen erzielen lassen“ (BBSR 2017a: 15, vgl. auch BBSR



Quelle: Deutscher Bundestag 2019

Der hohe Handlungsdruck in den Kommunen ist auch das Ergebnis einer Verlagerung wohnungspolitischer Verantwortung vom Bund auf die Kommunen seit Ende der 1990er Jahre und eine Reaktion auf die gestiegenen Disparitäten

2019: 12). In einer Studie des Forschungsinstituts Quaestio (2017) im Auftrag des BBSR wurde darauf hingewiesen, dass institutionelle Investoren, die sich zuvor vornehmlich für gewerbliche Investments interessiert haben, wieder vermehrt Wohnungsportfolios nachfragen (BBSR 2017b: 86).

Eine Zusammenarbeit zwischen institutionellen Investoren und Kommunen, im Rahmen derer Kommunen den von den Investoren finanzierten preisgünstigen (geförderten) Wohnungsneubau verwalten und bewirtschaften, würde zwar lediglich eine geringe (unterhalb des freifinanzierten Wohnungsbaus) Rendite erwirtschaften, jedoch im Gegenzug ein geringes Anlagerisiko aufweisen. Ein solches Modell würde sich daher vor allem an Kapitalgeber richten, die eine besonders langfristige und auf Sicherheit bedachte Anlagestrategie verfolgen, auch im Rahmen einer Portfoliodiversifizierung. Diese neue Kooperationsform zwischen Kommunen und institutionellen Investoren könnte dazu beitragen, sowohl die wohnungspolitische Handlungsfähigkeit der Kommunen zu erweitern, als auch die benannte Angebotslücke ein Stückweit zu schließen.

Im Rahmen dieses Werkstattberichts wird das Grundmodell einer solchen potenziellen Zusammenarbeit in ihren unterschiedlichen Gestaltungsoptionen als Ergebnis von Experteneinschätzungen beschrieben sowie eine

konzeptionelle Bewertung vorgenommen. Der Bericht schließt mit einem Ausblick, in dem die heutige und mögliche zukünftige praktische Relevanz des Modells bewertet wird.

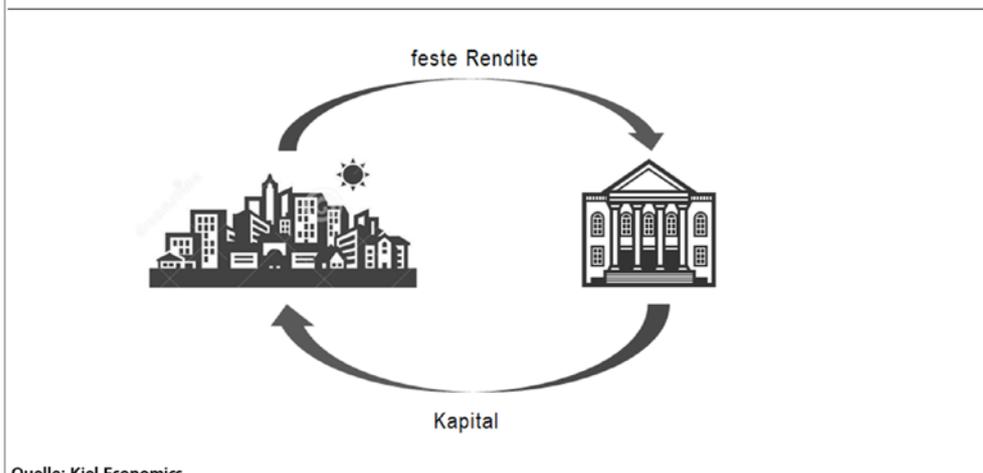
Vorstellung des Modells

Konzeptioneller Aufbau

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 garantieren. 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 eine höhere Rendite eine größere Sicherheit ihrer Anlage (siehe Abbildung 1).

Aus Sicht der institutionellen Investoren könnte ein Investment mit einer solchen Garantie interessant sein, da es durch den fixierten Auszahlungsstrom konzeptionell einer sehr risikoar-

Abbildung 1: Modellhafte Beziehung zwischen Kommune und institutionellem Investor



men Anlage nahekäme und den hohen Sicherheitsanforderungen der Anleger entsprechen würde.

Auch aus Sicht der Kommune, so die These, könnte das Modell ebenfalls interessant sein. Denn zum einen erlaubt es die Finanzierung des Wohnraums für einkommensschwache 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 zusammengebracht, privates Kapital würde genutzt, um die kommunalen Handlungsspielräume in der Wohnraumversorgung zu erweitern. Gleichzeitig bekämen die Investoren eine risikoarme, adäquat verzinsten Anlagemöglichkeit, sofern sie bereit wären, sich langfristig zu binden. Investoren, die sich auf diesen Immobilienbereich einlassen, sind jedoch mit den Gepflogenheiten (Usancen) dieses heterogenen und damit illiquiden Investitionsobjekts vertraut, bei dem in der Regel keine Ausstiegs-szenarien vorgesehen sind. Zudem dürften sie über einen sehr langen Zeithorizont verfügen und daher kaum an einem vorzeitigen Ausstieg interessiert sein.

Der rechtliche 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 erhalten. Die Kommune müsste eine Bürgschaft für die Zweckgesellschaft übernehmen. Nur so

lässt sich die erstklassige Bonität der Kommune auf die Zweckgesellschaft übertragen. Diese Bonität ist aus Sicht des Investors Voraussetzung für die Eignung des Investments als praktisch risikolose Anlage und somit einen sehr niedrigen Zins, den die Kommune an den Investor zu zahlen hat.

Alternativ wäre zu prüfen, ob sich die Gründung eines geschlossenen Spezial-Alternativen-Investmentfonds (AIF) lohnen würde. Diese Konstruktion wird häufiger bei Immobilieninvestitionen mittels Öffentlich-Privater-Partnerschaften (PPP) gewählt (Effenberger 2017).

Gestaltungsoptionen des Grundmodells

Ein wichtiger Faktor bei der Ausgestaltung des Modells ist die Frage, wem die Immobilie gehört, denn das Eigentum geht stets mit dem Risiko einer unsicheren Wertentwicklung einher. Entsprechend wird die Partei, die dieses Risiko trägt, durch eine für sie günstigere Gestaltung des Festzinsarrangements zu entschädigen sein. Das skizzierte Modell der Zusammenarbeit lässt sich als reine Darlehensaufnahme durch die Kommune oder als ein Modell verstehen, bei dem die Kommune vom Investor Belehnungsrechte pachtet.

Gestaltungsoption „Investor als Fremdkapitalgeber“

Eine Möglichkeit besteht darin, die Immobilie sofort in das Eigentum der Kommune übergehen zu lassen, welche 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 diesem 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 Eigentum des Investors bliebe; die Übernahme durch die Kommune am Ende der Vertragslaufzeit zu einem festen Kaufpreis jedoch vertraglich fixiert würde.

In sehr enger Verwandtschaft zu der oben 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 Eigentum befinden und die Kommune könnte ihn unterhalb des Marktmietzinses an einkommensschwache Haushalte vermieten. Die gegenüber der Marktmiete entgangenen Mieteinnahmen wären wiederum als Subvention zu werten.

Umgesetzt werden kann diese Modellvariante mit verschiedenen Finanzierungsinstrumenten, wobei der Gegenpart durch institutionelle Investoren wahrgenommen würde.

Die einfachste Variante wäre ein Schuldscheindarlehen des institutionellen Investors an die Kommune. 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.

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 durch ein Schuldscheindarlehen 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 der Vorschlag einer Finanzagentur zur Bündelung des kommunalen Finanzierungsbedarfs für den Anleihemarkt angemerkt.

Alternativ zum oben geschilderten Vorgehen wäre die Gestaltungsoption, dass das Gebäude dauernd im Eigentum 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.

Gestaltungsoption „Pachtvertrag“

Eine seit langem eingeführte Variante dieses Modells besteht darin, dass die Kommune 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 (Darlehensaufnahme) 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.

Der Investor als Eigentümer sieht sich 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. Wiederanlageisiko. Je nachdem wie sich der Immobilienmarkt in der Kommune 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 der Verpachtung einen höheren Zins fordern würde als im Fall der Darlehensvergabe.

Gestaltungsoption Misch-Modell

Prinzipiell denkbar wären auch Misch-Modelle zwischen der Darlehens- und der Pächterlösung. In einer extra gegründeten Gesellschaft läge das Eigentum am Gebäude beispielsweise sowohl beim Investor, als auch bei der Kommune. 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 fordernden Verzinsung noch genug Spielraum für eine nachhaltige Senkung der Zinsen unter das Marktniveau bliebe. Hinzu kommt das Problem des Vertragsopportunitismus. Hierbei besteht das Risiko, dass eine Partei unklare oder unvollkommene vertragliche Fixierungen auf Kosten der anderen Partei ausnutzt. Die nicht ganz klaren Verhältnisse bergen Konfliktpotenzial. Durch die Beschäftigung eines externen Dienstleisters, der die Vermietung, Vermarktung und Bewirtschaftung durchführt, könnte dieses Problem zumindest gemindert werden. Insgesamt scheint diese Lösung allerdings aufgrund des erwähnten Risikoaufschlags nicht sehr erfolgversprechend.

Zu erwartende ökonomische Wirkungen des Modells

Auf dem Wohnungsmarkt wirkt das Modell wie eine Mietensubvention. Es senkt das Mietniveau in den betroffenen Wohnungen unter das Marktniveau – und zwar unter Aufwendung öffentlicher Mittel. Zwar 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 – in diesem Fall mietgedämpften Wohnraum für bedürftige Haushalte – zu erreichen. Denn hinter der dem Investor garantierten Verzinsung stehen kommunale Haushaltsmittel.

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 einzuzengen. Dies wäre vor allem für Kommunen, die unter einem Haushaltssicherungskonzept agieren müssen, eine interessante Option. Allerdings ist bereits darauf hingewiesen worden, dass der Übergang der erstklassigen Bonität der Kommune auf die Zweckgesellschaft – als Voraussetzung für eine sehr geringe Verzinsung des Investorenkapitals – nicht ohne eine Bürgschaft der Kommune denkbar ist. Damit würde, wie bereits erwähnt, 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.

Bewertung des Modells

Konzeptionelle Bewertung

Das oben 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 steht und daher bei vergleichbarem Risiko und vergleichbarer Liquidität auch eine vergleichbare Rendite erwirtschaften muss, was nur mit marktnahen Mieten erreichbar ist.

Tabelle 1 (S. 9) stellt die wesentlichen Merkmale der Modelle zusammen – insbesondere mit Blick auf deren Kosten bzw. Renditen, Risiken und Liquidität.

Die engste Verwandtschaft des oben skizzierten Modells besteht mit einer direkten Kreditaufnahme durch die Kommune beim institutionellen Investor (1). Gerade Versicherungen und Bausparkassen investieren derzeit umfangreich in Form einer solchen Darlehensvergabe in Immobilien. Ein großer Vorteil einer Darlehensbeziehung ist die Einfachheit dieses Investmentvehikels. 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 zusammenzubekommen, oder ein Bankkredit.

Beim Pachtmodell (2) 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 Eigentum 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 (1) zu zahlen wäre. Dies gilt umso mehr, als das Eigentum 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 (1) 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 vorher skizzierte Modell einer Zusammen-

arbeit von Kommune und institutionellen Investoren lässt sich entweder in der Variante in An-

Tabelle 1: Modelle zur Zusammenarbeit von Kommunen und institutionellen Investoren zur Schaffung von mietvergünstigtem Wohnraum

Modell	Rendite / Kosten	Risiko	Liquidität
Investor als Fremdkapitalgeber (1)	<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 gegenüber 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 (2)	<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 gegenüber 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 (3)	<ul style="list-style-type: none"> • Der Investor erhält eine feste Rendite für seine Kapitaleinlage in die Gesellschaft, vgl. Modell (1). • Kommunale Kosten wie bei Modell (1) 	<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 (1) 	<ul style="list-style-type: none"> • Eigentum der Immobilie liegt bei der Gesellschaft und damit bei der Kommune. • Liquidität wie bei Modell (1)
Modell oben – Gesellschaft in gemischtem Eigentum, Immobilie gehört Investor (4)	<ul style="list-style-type: none"> • Der Investor erhält eine feste Rendite für sein Darlehen an die Gesellschaft, vgl. Modell (1). • Die Kommune garantiert wie beim Pachtmodell Zahlungen an die Gesellschaft, vgl. Modell (2). 	<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 (2)) sowie einen Teil der Wertänderungsrisikos. 	<ul style="list-style-type: none"> • Das Darlehen gilt als illiquide Anlage, hinzu kommt die illiquide Beteiligung an der Wohnungsgesellschaft, welche aber veräußerbar ist.

Quelle: Kiel Economics

würde nun im Rahmen einer Zweckgesellschaft (Joint Venture) erfolgen. 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.

Rückmeldung der Praxis in Kommunen und Kapitalanlagegesellschaften

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. Die Interviews wurden in der Zeit zwischen dem 25. März und dem 11. April 2019 durchgeführt und dauerten zwischen 25 und 55 Minuten. Die Gespräche verliefen durchaus unterschiedlich.

Die Perspektive der Kommunen

Mit Blick auf die befragten Kommunalvertreter war die Auswahl heterogen. Zwar lag der Schwerpunkt auf den stark boomenden Metropolen, doch wurden auch Vertreter von kleineren Städten sowie von Städten mit mäßigem oder geringem Wachstum in moderat prosperierenden Regionen befragt. Darunter befanden sich auch Kommunen, die unter kommunaler Haushaltsaufsicht stehen. Nicht befragt wurden Vertreter von Städten mit schrumpfender Bevölkerung. Entsprechend beschrieben die Kommunalvertreter die Wohnungsmarktlage in ihren Kommunen mit Charakterisierungen zwi-

schen „angespannt“ bis „in hohem Maße dramatisch“. Die befragten Kommunen sahen sich generell unter Handlungsdruck, für günstigen Wohnraum zu sorgen, wenn auch in unterschiedlichem Maße. Naturgemäß ist der Druck in den boomenden Städten deutlich größer.

Das vorgeschlagene Finanzierungsmodell sollte in den Interviews den breitesten Raum einnehmen. Allerdings reagierten die Kommunalvertreter, wenn das Gespräch auf das Thema „Finanzierung“ kam, mehr oder weniger einheitlich mit Aussagen wie: „An Geld mangelt es eigentlich garnicht!“, „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 aufgrund der positiven konjunkturellen Entwicklung und einer umfangreichen Förderung derzeit zumeist keinen Engpassfaktor bei der Lösung der Wohnungsmarktprobleme dar.

Die Haushaltssituation vieler Gemeinden hat sich in den vergangenen Jahren infolge des starken Aufschwungs am Arbeitsmarkt und der daraus resultierenden Zunahme der Steuereinnahme bei gleichzeitigem Wegfall von Sozialausgaben deutlich verbessert. Reiche Kommunen, etwa in Süddeutschland, haben sogar beträchtliche Haushaltsreserven und sind selbst bestrebt, diese anzulegen, um die Negativzinsen auf ihren Bankkonten zu vermeiden.

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

Der wesentliche Grund dafür, dass Finanzmittel derzeit nicht als wesentlicher beschränkender Faktor in den Rathäusern und kommunalen Wohnungsämtern wahrgenommen werden, 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 bei den oben genannten Programmen extrem günstig. So zahlen Kommunen und ihre Wohnungsbaugesellschaften in vielen Bundesländern für ein kommunales Darlehen nach Aussagen mehrerer Kommunalvertreter nur Zinssätze im Bereich von 0 bis 0,3 Prozent! Es 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.

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.

Die Perspektive der Investoren

Die Gesprächspartner im Bereich der institutionellen Investoren besitzen alle erhebliche Expertise in der Immobilienanlage. Immobilien machen zwischen 5 und 15 Prozent der Anlagen dieser Versicherungsunternehmen aus, wobei deutlich weniger als die Hälfte auf Wohnobjekte entfallen – letztere gewinnen jedoch derzeit deutlich an Bedeutung. In der Regel besteht für Immobilieninvestments ein fester Prüfungs- und Akquisitionsprozess, der von einem oder mehreren Verantwortlichen verwaltet wird. Ziel der Anlage ist die Einnahme 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 vorzugsweise in Metropolen und in Schwarmstädte – und dort gerne in die bevorzugten Lagen – investiert.

Ein Teil der befragten Investoren macht bereits Geschäfte mit Kommunen. Das liegt zum Teil daran, dass in vielen Städten bei neu entwickelten Wohnbaugrundstücken mindesten 30 Prozent der Wohnungen für den Sozialen Wohnungsbau bereitgestellt werden müssen. Einige Investoren haben bereits Schuldscheindarlehen für den Wohnungsbau an Kommunen vergeben. Die Verzinsung liegt dann – bei zehnjähriger Zinsbindung – bei etwa einem Prozent.

In Bezug auf die Renditeanforderungen an Immobilieninvestments wurden von den interviewten Investoren weitgehend identische Größenordnungen genannt. Diese bewegen sich bei 2,5 Prozent, mit Tendenz in Richtung 2 Prozent. Renditen darunter würden nur in Ausnahmefällen akzeptiert, etwa wenn der Investor damit an ein sehr günstig gelegenes Grund-

stück herankäme oder wenn sich ein zusätzlicher Public-Relations-Nutzen für den Investor durch das Investment ergäbe. Die Aussage, dass die hohe Bonität einer Kommune oder kommunalen Wohnungsbaugesellschaft doch prinzipiell zu einer Rendite nur wenig über der von Bundesanleihen oder Pfandbriefen führen müsse – die derzeit kaum über Null rentieren – bejahten mehrere Investoren. Sie 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 Prozent zu erwirtschaften, sei so groß, dass Zugeständnisse bei der Bonität der Gläubiger gemacht werden müssten. Sicherheit allein sei insofern kein zugkräftiges Argument, wenn sie mit Renditen unter 2 Prozent einherginge.

Mit Blick auf die Varianten des Finanzierungsmodells fielen die Einschätzungen sehr unterschiedlich aus. Mehrere Investoren äußerten Sympathie für das Belegungsrechtemodell, 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 habe. 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.

Fazit und Ausblick

Das Papier hat Modelle beschrieben, mit denen Kommunen auf die erhöhte Nachfrage nach günstigem Wohnraum reagieren können, indem sie mit institutionellen Investoren zusammenarbeiten.

Die Rahmenbedingungen erschienen grundsätzlich 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 ist das Gegenteil der Fall.

Die Experteninterviews ergaben allerdings recht klar, dass sich die skizzierten Kooperationsmodelle zwischen Kommunen und institutionellen in der *derzeitigen* Lage eher nicht umsetzen lassen werden. Denn den Kommunen in Deutschland stehen aktuell 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 Baugrundstücke, Planungskapazitäten und Baudienstleister (Handelsblatt 2019a). Für ein neues Finanzierungsmodell besteht aus Sicht der Kommunen dagegen kein Bedarf.

Ferner ergaben die Interviews, dass die Modelle derzeit 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. Tatsächlich ist der Anlagedruck bei den Institutionellen mittlerweile so groß, 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. Zudem stehen inzwischen auch „alternative Anlagen“ hoch im Kurs, um die Gesamterrenditen zu stabilisieren (Handelsblatt 2018).

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. Allenfalls für „sehr langfristig orientierte Anleger mit Blick auf stabilen und stetigen Cashflow bei gleichzeitig geringem Leerstandsrisiko“ könnten Investitionen in den sozialen Wohnungsbau interessant sein (JLL 2018).

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 (EZB) 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 gedrückt werden, die als weniger sicher angesehen werden.

Sollte die EZB mittel- bis längerfristig zu einer restriktiveren Geldpolitik zurückkehren, wie sie vor der „Eurokrise“ 2010 praktiziert wurde, dürfte die Finanzierung kommunaler Investitionen für institutionelle Investoren durchaus wieder als Anlagebaustein in Betracht kommen. Bei ungünstigerer Konjunktur als derzeit wären zudem die Steuereinnahmen geringer und die Sozialleistungen höher, entsprechend stärker belastet wären die Kommunalhaushalte. Auch Bund und Ländern könnten nicht so reichliche Fördermittel für den kommunalen Wohnungsbau zur Verfügung stellen, so dass die Nachfrage der Kommunen nach anderen Finanzierungsquellen vermutlich wieder steigen würde. Insofern mag derzeit nicht die Zeit für niedrigrentierende Kooperationsmodelle zwischen Kommunen und institutionellen Investoren zur Finanzierung von mietgedämpftem Wohnungsbau sein, dies könnte sich aber in absehbarer Zeit durchaus ändern.

Literatur:

Aring, J.; Bunzel, A.; Hallenberg, B.; zur Nedden, M.; Pätzold, R.; Rohland, F. (2016): Wohnungspolitik neu positionieren! Plädoyer von vhw und Difu für eine soziale und resiliente Wohnungspolitik. In: vhw Forum Wohnen und Stadtentwicklung 5/2016, S. 263-269.

Bertelsmann Stiftung (2019): Kommunalen Finanzreport 2019. Gütersloh.

Bundesarbeitsgemeinschaft Wohnungslosenhilfe e. V. (2017). Pressemitteilung vom 14.11.2017. Berlin.

Bundesinstitut für Bau, Stadt, und Raumforschung (BBSR) im Bundesamt für Bauwesen und Raumentwicklung (BBR) (Hrsg.) (2017a): Ende der zweiten Hochphase des Transaktionsgeschehens mit Wohnungsbeständen. In: BBSR-Analysen KOMPAKT 04/2017. Bonn.

Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) im Bundesamt für Bauwesen und Raumentwicklung (BBR) (Hrsg.) (2017b): Aktuelle Trends der Wohnungsbautätigkeit in Deutschland – Wer baut wo welche Wohnungen? Bearbeiter: Quaestio Forschung & Beratung. Bonn.

Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) im Bundesamt für Bauwesen und Raumentwicklung (BBR) (Hrsg.) (2019): Weiterhin niedriges Transaktionsgeschehen am Markt mit Mietwohnungsbeständen. In: BBSR-Analysen KOMPAKT 04/2019. Bonn.

Bundesregierung (2018): Ein neuer Aufbruch für Europa. Eine neue Dynamik für Deutschland. Ein neuer Zusammenhalt für unser Land. Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD. 19. Legislaturperiode. Berlin.

Deutscher Bundestag (28.8.2019), Drucksache 19/12786, Antwort auf die Kleine Anfrage der Fraktion DIE LINKE: Wohnungspolitische Bilanz der Bundesrepublik Deutschland seit 2006.

Deutscher Städte- und Gemeindebund (2019): Bezahlbaren Wohnraum Schaffen – Fakten, Daten & Möglichkeiten. Berlin.

URL:https://www.dstgb.de/dstgb/Homepage/Publicationen/Positionspapiere/Bezahlbaren%20Wohnraum%20schaffen/Fordeungen%20Wohnraum%20schaffen_090419_1.pdf [09.07.2019]

Effenberger, S. (2017): Spezial-AIF zur Investition in PPP-Immobilien: Anlagevehikel für institutionelle Anleger. Wiesbaden.

Faller, B. (2017): Was kann Gemeinnützigkeit heute wohnungspolitisch leisten? In: vhw Forum Wohnen und Stadtentwicklung 3/2017, S. 125-128.

Grabow, B.; Kühl, C. (2019): Difu-Umfrage: Stadtspitzen setzen Priorität auf bezahlbaren Wohnraum. In: Berichte – Das Magazin des Difu. 2/2019, S. 4-5.

Handelsblatt (2018): Umfrage – Großinvestoren wollen mit alternativen Anlagen Kasse machen. 24.11.2018

Handelsblatt (2019): Nicht genug Wohnungsbau in Metropolen – Zu viele Wohnungen auf dem Land. 22.7.2019

Jones Lang LaSalle (JLL 2018): Riesiger Bedarf an günstigem Wohnraum – Sozialer Wohnungsbau in Deutschland auch für Investoren interessant. 2.10.2018 www.jll.de

Lieberknecht, C. (2016): Renaissance der kommunalen Wohnungsunternehmen. In: vhw Forum Wohnen und Stadtentwicklung 2/2016, S. 78-81.

Statistisches Bundesamt (Destatis) (2019): Baufertigstellungen von Wohnungen im Jahr 2018: +0,4 Prozent gegenüber Vorjahr. Pressemitteilung Nr. 201 vom 29. Mai 2019. Wiesbaden.

Impressum

vhw werkSTADT

ISSN 2367-0819

Erscheinungsort: Berlin

Herausgeber

vhw-Bundesverband für Wohnen und
Stadtentwicklung e. V.

Vorstand: Prof. Dr. Jürgen Aring

Fritschestraße 27/28

10585 Berlin

Telefon: +49 30 390473-230

Telefax: +49 30 390473-190

werkstadt@vhw.de

www.vhw.de

Titelbildquelle:

© pixabay

Autor

Bernd Hallenberg, Stellvertreter
des Vorstandes, vhw e. V.

Dr. Carsten-Patrick Meier, Geschäftsführer
und Inhaber von Kiel Economics Research &
Forecasting

Fabian Rohland, Wissenschaftler, vhw e. V.

Grundlayout

DCM Druck Center Meckenheim GmbH

www.druckcenter.de

Erscheinungsweise

unregelmäßig

Bezug

Alle Ausgaben der vhw werkSTADT sind unter:
<http://www.vhw.de/publikationen/>
kostenfrei herunterzuladen.