Wie wirtschaftlich sind private Investitionen in öffentlich geförderten Mietwohnungsbau?

Oliver Lerbs · Lena Nobbe

Eingegangen: 3. Februar 2021 / Überarbeitet: 26. März 2021 / Angenommen: 19. Mai 2021 / Online publiziert: 23. Juni 2021
© Der/die Autor(en) 2021

Zusammenfassung In vielen deutschen Städten herrscht akuter Mangel an preisgünstigem Wohnraum. Die Politik hat sich vor diesem Hintergrund zum Ziel gesetzt, die Anzahl der Sozialwohnungen zu erhöhen. Aufgrund begrenzter öffentlicher Mittel muss zur Erreichung dieses Zieles privates Kapital mobilisiert werden. Dies bedeutet Investitionen privat-gewerblicher Wohnungsunternehmen in öffentlich geförderten Wohnraum. Entsprechende Investitionen werden durch Förderprogramme der Bundesländer subventioniert, gelten jedoch in Branchenkreisen trotz vorhandener Förderung als wenig wirtschaftlich. Anhand realitätsnaher Modellrechnungen zeigt dieser Beitrag, dass die derzeit zu erwartende Wirtschaftlichkeit privater Investitionen in öffentlich geförderten Wohnraum tatsächlich gering ist. Dies gilt selbst unter Berücksichtigung der jüngsten Verbesserungen im Wohnraumförderungsrecht, der im Jahr 2019 eingeführten Sonderabschreibung im Mietwohnungsbau sowie den aktuell historisch günstigen Fremdfinanzierungsbedingungen für Wohnungsunternehmen. Weiter zeigt der Beitrag, dass Kommunen in der preisvergünstigten Veräußerung städtischer Grundstücke an bauwillige Investoren über ein wohnungspolitisches Instrument verfügen, mit dem die Wirtschaftlichkeit privater Investitionen in öffentlich geförderten Wohnraum potenziell entscheidend gesteigert werden kann.

Schlüsselwörter Sozialer Wohnungsbau · Wohnungsbauinvestition · Wirtschaftlichkeit · Grundstückspreise · Kommunale Wohnungspolitik

Oliver Lerbs (✉)

Fachgruppe Wirtschaftswissenschaften, Hochschule für Polizei und öffentliche Verwaltung
Nordrhein-Westfalen (HSPV NRW), Dortmund, Deutschland
E-Mail: oliver.lerbs@hspv.nrw.de

Lena Nobbe

Stadt Espelkamp, Espelkamp, Deutschland

How profitable is private investment in public rental housing?

Abstract Affordable housing is scarce in many German cities. Especially in places with tight local housing markets, a strong demand for affordable rental housing largely exceeds the available stock. Increasing the supply of social housing is thus an important political objective. In order to achieve this aim, limited public funds require the use of private capital, i.e. investments of commercial housing companies in publicly subsidized housing. Such investments are supported by funding programs of the federal states, but are still considered barely profitable in industry circles. Using case-oriented, realistic investment calculations, this paper shows that the current expected profitability of private investment in publicly subsidized housing is indeed low. This even holds when accounting for the recent improvements in housing subsidy law and taxation as well as the historically favorable debt financing conditions for housing companies. In selling urban land at a discounted price to investors willing to build social housing, municipalities have a policy instrument that allows the profitability of investment in public rental housing to be effectively increased.

Keywords Social housing · Housing investment · Profitability · Land prices · Housing policy

1 Motivation und Zielsetzung

Der Bestand an Sozialwohnungen in Deutschland geht seit Jahren zurück. Da mehr öffentlich geförderte Mietwohnungen aus der gesetzlichen Belegungsbindung herausfallen, als neue Wohnungen gebaut werden, wird die Anzahl an Sozialwohnungen auch in den kommenden Jahren weiter abnehmen (Baldenius et al. 2020). Vor allem in Städten und Gemeinden mit angespannten Wohnungsmärkten steht dem geringen Angebot an öffentlich geförderten Mietwohnungen eine stetig steigende Nachfrage gegenüber (Thomsen et al. 2020).

Die Politik hat sich vor diesem Hintergrund zum Ziel gesetzt, die Anzahl an Sozialwohnungen zu erhöhen. Um dies zu erreichen, muss aufgrund begrenzter öffentlicher Mittel zwingend privates Kapital mobilisiert werden. Dies ist gleichbedeutend mit Investitionen privater Wohnungsunternehmen in öffentlich geförderten Wohnraum. Entsprechende Investitionen werden durch spezielle Förderprogramme der Bundesländer subventioniert, gelten jedoch in Branchenkreisen dennoch als wenig wirtschaftlich. Als wesentliche Investitionshemmnisse werden hohe Baukosten und Grundstückspreise angeführt (Graniki 2020).

Einem weiteren Rückgang des Sozialwohnungsbestands kann von staatlicher Seite mit einem Anstieg der Fördertätigkeit entgegengewirkt werden. Mehrere Bundesländer haben im Jahr 2020 im Zuge von Wohnungsbauprogrammreformen die finanziellen Rahmenbedingungen für private Investitionen in öffentlich geförderten Wohnraum deutlich verbessert. Die Verbesserungen beinhalten im Wesentlichen höhere zulässige Mieten während des Förderzeitraums, höhere Förderzuschüsse, höhere Tilgungsnachlässe sowie eine zeitliche Ausdehnung des möglichen Förderzeitraums. Hinzu kommt die im Jahr 2019 bundesweit eingeführte steuerliche Förde-

rung des Mietwohnungsneubaus durch eine zeitlich begrenzte Sonderabschreibung. Die Wirtschaftlichkeit privater Investitionen in öffentlich geförderte Mietwohnungen könnte sich durch diese Maßnahmen spürbar erhöht haben.

Der vorliegende Beitrag hat zum Ziel, die tatsächlich zu erwartende Rendite von Investitionen in öffentlich geförderten Wohnraum unter Berücksichtigung der aktuellen Veränderungen im Wohnraumförderungs- und Steuerrecht zu quantifizieren. Die Forschungsfrage lautet, ob die zu erwartende Rentabilität einer realitätsnahen Referenzinvestition ausreichend hoch ist, um gemessen an den Investitionsrisiken ein erhöhtes Investitionsgeschehen zu generieren. Für Deutschland sind keine vergleichbaren, wissenschaftlich fundierten Modellrechnungen auf derzeitiger Rechtsbasis vorhanden. Der Beitrag schließt so eine dringliche Forschungslücke.

Um die Forschungsfrage zu beantworten, stützt sich der Beitrag mit der Methode der Vollständigen Finanzpläne (VOFI) unter Berücksichtigung von Ertragsteuern auf ein theoretisch fundiertes, etabliertes Verfahren der betrieblichen Investitionsrechnung. Die auf Grob (1990, 2015) und andere zurückzuführende VOFI-Methode hat den Vorteil, dass sie die Kapitalkosten einer Investition nicht stark vereinfachend anhand eines einheitlichen, über die Gesamtlaufzeit des Vorhabens identischen Kalkulationszinsfußes abbildet und damit implizit einen vollkommenen Kapitalmarkt unterstellt. Stattdessen werden sämtliche erwartete Ein- und Auszahlungen, die kausal mit einer Investition in Zusammenhang stehen, für alle Perioden des Investitionshorizontes exakt abgebildet (Taschner 2016). Das Verfahren erlaubt somit eine explizite Berücksichtigung von Detailspekten des Wohnraumförderungsrechts und Kreditmarktes ebenso wie eine Abbildung der aktuell historisch günstigen Fremdfinanzierungsbedingungen für Wohnungs- und Immobilienunternehmen. In der immobilienökonomischen Literatur wird die VOFI-Methode im Vergleich zu klassischen dynamischen Methoden der Investitionsrechnung (z. B. Kapitalwertmethode) folgerichtig als überlegen eingestuft (Rottke 2011). Auch in der immobilienwirtschaftlichen Praxis hat sich das Verfahren aufgrund seiner Realitätsnähe, methodischen Vorteile und Transparenz vollständig etabliert (Müller und Pfnür 2016).

Der Beitrag gliedert sich wie folgt: Zunächst werden im zweiten Abschnitt die Marktsituation sowie die aktuellen rechtlichen Rahmenbedingungen für den öffentlich geförderten Mietwohnungsbau in Deutschland skizziert. Die Darstellung der förderrechtlichen Rahmenbedingungen erfolgt exemplarisch anhand des bevölkerungsreichsten Bundeslandes, Nordrhein-Westfalens (NRW). Im darauffolgenden dritten Abschnitt werden die wichtigsten Parameter realitätsnaher und zugleich wissenschaftlich fundierter Investitionsrechnungen für öffentlich geförderte Mietwohnungen unter Berücksichtigung der aktuellen Wirtschafts- und Rechtslage vorgestellt. Bei dem Investor handelt es sich annahmegemäß um ein ausschließlich wohnungsverwaltendes Unternehmen in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft (z. B. GmbH, AG). Der vierte Abschnitt diskutiert die Ergebnisse der Modellrechnungen. Über die zu erwartende Rentabilität der Referenzinvestition hinaus wird untersucht, welche Auswirkungen Veränderungen wichtiger Input-Variablen auf die Wirtschaftlichkeit der exemplarischen Investition haben. Aus kommunalpolitischer Sicht kommt dabei der Möglichkeit einer preisvergünstigten Abgabe kommunaler Grundstücke zum Zweck des sozialen Wohnungsbaus eine besondere Bedeutung zu. Im abschließen-

den Fazit erfolgt eine Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse sowie eine kritische Würdigung ihrer Relevanz für kommunale Wohnungspolitik und Praxis.

2 Aktuelle Marktsituation und Förderbedingungen im sozialen Mietwohnungsbau

Hauptziel des öffentlich geförderten Wohnungsbaus ist es, Wohnraum für unterstützungsbedürftige Haushalte zu schaffen. Als unterstützungsbedürftig gelten dabei einkommensschwache Haushalte, die gesetzlich festgelegte Einkommensgrenzen unterschreiten oder sich am Markt nicht angemessen mit Wohnraum versorgen können (Droste und Knorr-Siedow 2014). Öffentlich geförderte Wohnungen unterliegen während der Förderdauer einer Mietpreis- und Belegungsbindung. Die Mietpreisbindung bezieht sich dabei auf die während der Förderung höchstzulässige Miete. Gemäß Belegungsbindung darf geförderter Wohnraum zugleich nur an wohnberechtigte Haushalte vermietet werden.

Die Bedeutung von Sozialwohnungen innerhalb des bundesdeutschen Mietwohnungsbestandes hat in den letzten Jahrzehnten trotz einer seit 2014 zunehmenden Neubautätigkeit erheblich abgenommen (vgl. Abb. 1). So hat sich z. B. in NRW der Bestand an Sozialwohnungen zwischen 1989 und 2017 um zwei Drittel reduziert (Deutscher Bundestag 2017). Baldenius et al. (2020) zufolge beträgt der Anteil der Mieterhaushalte, die eine preisgebundene Sozialwohnung bewohnen, deutschlandweit heute lediglich 4 %. Bereits Mitte der 1990er-Jahre gingen die Fertigstellungszahlen im öffentlich geförderten Wohnungsbau deutlich zurück, während zahlreiche Städte zugleich ihre oft preisgebundenen Wohnungsbestände an private Investoren verkauften (Voigtländer 2007). Im Zuge der Föderalismusreform 2006 wurde die Gesetzgebungskompetenz für die soziale Wohnraumförderung vom Bund auf die

Abb. 1 Bestand und Neubau von Sozialwohnungen 2007–2019. Eigene Darstellung der Autoren auf Basis von Daten des Bundesministeriums des Innern, für Bau und Heimat

Länder übertragen, was zunächst zu einer Verfestigung der geringen Neubauzahlen führte. Zugleich fielen zahlreiche Wohnungen nach Ablauf der Förderdauer aus der Mietpreisbindung heraus, sodass die Mietpreisbildung fortan nach Marktbedingungen erfolgen konnte.

Eine exakte Bezifferung des gegenwärtigen Bedarfs an öffentlich gefördertem Wohnraum ist schwierig. Aufgrund der Flüchtlingszuwanderung im Jahr 2015 und der bereits zuvor angespannten Wohnungsmarktlage in zahlreichen Städten ist jedoch die Annahme plausibel, dass der Bedarf das derzeit verfügbare Angebot deutlich übersteigt (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2018). Vor diesem Hintergrund wurde im September 2018 auf dem „Wohn Gipfel“ von Bund, Ländern und Kommunen beschlossen, durch den Bund bis einschließlich 2021 mindestens 5 Mrd. € für den Bau von zusätzlichen Sozialwohnungen zur Verfügung zu stellen. Zur Erreichung dieses Ziels sollen zudem staatseigene, insb. auch kommunale Grundstücke, in höherem Maße als bisher vergünstigt an bauwillige Investoren abgegeben werden. Darüber hinaus wurde die Einführung einer zeitlich befristeten Sonderabschreibung (Sonder-AfA) für den Neubau von preisgünstigen Mietwohnungen vereinbart (BMI 2018).

Die Bundesländer regeln die soziale Wohnraumförderung in eigenen Landesgesetzen.¹ Die gesetzlich festgelegten Einkommensgrenzen, ab denen private Haushalte eine mietpreis- und belegungsgebundene Sozialwohnung beziehen können, sind dabei von Bundesland zu Bundesland unterschiedlich (Deutscher Bundestag 2017). In der Regel dürfen Haushalte jedoch in den meisten Bundesländern auch dann in der öffentlich geförderten Wohnung verbleiben, wenn ihr Einkommen während des Mietverhältnisses über die gesetzlich festgelegten Einkommensgrenzen steigt. Die Wohnraumfördergesetze der einzelnen Bundesländer sind in ihrer grundsätzlichen Ausgestaltung durchaus vergleichbar, unterscheiden sich jedoch in verschiedenen Details.

Nachfolgend wird die Situation exemplarisch im Detail für NRW dargestellt. Das Bundesland NRW nimmt für die soziale Wohnraumförderung in Deutschland eine herausragende Stellung ein: Mit 457.000 mietpreis- und belegungsgebundenen Wohnungen Ende 2019 entfallen 40 % des deutschen Sozialwohnungsbestands auf dieses Bundesland. Infolge eines hohen Urbanisierungsgrades und einer lebhaften staatlichen Fördertätigkeit ist der Anteil an allen Sozialwohnungen damit doppelt so hoch wie der Anteil von NRW am Gesamtwohnungsbestand. Der Anteil der Sozialwohnungen an allen Bestandswohnungen betrug in NRW Ende 2019 5,0 %, mit Abstand der höchste Wert unter den Flächenländern (vgl. Abb. 2).² Das landeseigene Wohnraumförderungsprogramm übertrifft die Förderansätze anderer Bundesländer mit einem Volumen von 5,5 Mrd. € zugleich bei Weitem (Landtag NRW 2020).

Öffentliche Fördermittel für den sozialen Mietwohnungsbau werden in NRW auf Grundlage des Gesetzes zur Förderung und Nutzung von Wohnraum für das Land NRW (WFNG NRW) vergeben. Neben der Säule der Neubauförderung existieren

¹ Durch die entsprechenden Landesgesetze wurden im Zuge der Föderalismusreform 2006 das ehemalige bundesdeutsche Wohnraumförderungsgesetz und das ehemalige Wohnungsbindungsgesetz gemäß Artikel 125a GG abgelöst.

² Vgl. zudem ausführlich Tabelle A1 im Anhang.

Abb. 2 Bestand an Sozialwohnungen in Prozent des Gesamtwohnungsbestands auf Ebene der Bundesländer Ende 2019. Eigene Darstellung der Autoren auf Basis von Angaben der landeseigenen Förderbanken

weitere Förderlinien, bspw. für energetische Modernisierungen oder altersgerechten Umbau. Im Bereich der Neubauförderung besteht die Förderung im Wesentlichen aus zinsvergünstigten Darlehen, Investitionszuschüssen und Tilgungsnachlässen. Die Förderaufgaben nach dem WFNG NRW werden gemeinsam vom Land NRW und den Kommunen als Bewilligungsbehörden sowie der landeseigenen Förderbank wahrgenommen. Empfänger von Fördermitteln können sowohl natürliche Personen als auch juristische Personen und Personenvereinigungen sein (§ 9 WFNG NRW). Einzelheiten der Förderbedingungen sind in den landeseigenen Wohnraumförderungsbestimmungen (WFB NRW) geregelt. Diese Bestimmungen werden durch das für Kommunales zuständige Ministerium veröffentlicht und geben die finanziellen Rahmenbedingungen für die Förderung vor. Letztmalig wurden die WFB NRW im Februar 2020 per Runderlass umfassend reformiert. Die Reform beinhaltete insbesondere eine Neuordnung vieler Städte und Gemeinden zu einer höheren Mietniveaustufe, eine allgemeine Anhebung der Förderpauschalen um 200€ je m² geförderter Wohnfläche, eine Erhöhung von Tilgungsnachlässen, die Verlängerung anfänglich zinsfreier Jahre von 10 auf 15 Jahre sowie eine Harmonisierung der Förderkonditionen in Kommunen mit vergleichsweise entspannten Mietwohnungsmärkten auf höherem Niveau (MHKBG NRW 2020a). Die wesentlichen Veränderungen durch die Reform im Bereich des Mietwohnungsneubaus sind in Tab. 1 zusammenfassend dargestellt.

Die Höhe des Förderdarlehens zur Neuschaffung von sozialem Mietwohnraum richtet sich nach einer Darlehensgrundpauschale sowie möglichen Zusatzdarlehen. Die Höhe der Grundpauschale je Quadratmeter Wohnfläche ist gem. § 13 (1) WFNG NRW abhängig vom Mietniveau der Investitionskommune sowie dem Einkommen

Tab. 1 Reform der Mietwohnraumförderung in NRW. Eigene Darstellung der Autoren auf Basis der Wohnraumförderungsbestimmungen NRW 2019 und 2020 sowie Angaben der landeseigenen Förderbank für NRW

	Bestimmungen 2019	Bestimmungen 2020
<i>Fördergegenstand</i>	Zinsvergünstigte Baudarlehen für die Neuschaffung von sozialem Mietwohnraum	Unverändert
<i>Fördervoraussetzungen</i>	Gesicherte Finanzierung der Gesamtkosten Eigenleistung von mindestens 20 % der Gesamtkosten Vermietung während der Förderung nur an Haushalte mit Wohnberechtigungsschein (Einkommensgruppe A) bzw. Bezugsge-nehmigung (Einkommensgruppe B)	Unverändert
<i>Dauer der Zweckbindung</i>	20 oder 25 Jahre	20, 25 oder 30 Jahre
<i>Höchstzulässige Miete (am Bsp. einer Wechselkommune von Mietniveau 3 in Mietniveau 4)</i>	5,80 €/m ² für Wohnungen zur Vermietung an Haushalte der Einkommensgruppe A bzw. 6,50 €/m ² für Wohnungen zur Vermietung an Haushalte der Einkommensgruppe B Mieterhöhungen von 1,5 % p. a. möglich	6,20 €/m ² für Wohnungen zur Vermietung an Haushalte der Einkommensgruppe A bzw. 7,00 €/m ² für Wohnungen zur Vermietung an Haushalte der Einkommensgruppe B Mieterhöhungen von 1,5 % p. a. möglich
<i>Höhe des Förderdarlehens („Grundpauschale“)</i>	1950 €/m ² für Wohnungen zur Vermietung an Haushalte der Einkommensgruppe A bzw. 1200 €/m ² für Wohnungen zur Vermietung an Haushalte der Einkommensgruppe B	2150 €/m ² für Wohnungen zur Vermietung an Haushalte der Einkommensgruppe A bzw. 1400 €/m ² für Wohnungen zur Vermietung an Haushalte der Einkommensgruppe B
<i>Zusatzdarlehen</i>	Für Kleinwohnungen, Familienwohnun-gen, Aufzüge etc	Unverändert
<i>Anfängliche Zinsfreiheit des Darlehens</i>	10 Jahre	15 Jahre
<i>Anfängliche Tilgung</i>	1,0 % (auf Antrag 2,0 %)	Unverändert
<i>Tilgungsnachlass (am Bsp. einer Wechselkommune von Mietniveau 3 in Mietniveau 4)</i>	15 %	25 %, 30 % bei Verlängerung der Zweckbindung auf 30 Jahre
<i>Gebühren und weitere Kosten</i>	Disagio 0,4 % des bewilligten Darlehens und 0,75 % des Darlehensbetrags für die Bearbeitung des Förderantrags (einmalig), Verwaltungsgebühr 0,5 % vom Darlehens-betrag (laufend)	Unverändert

der zukünftigen Mieter nach Definition des § 14 WFNG NRW³: für Wohnungen zur Vermietung an Haushalte der Einkommensgruppe A, die in Abhängigkeit vom Fami-

³ Maßgeblich ist die Summe der Jahreseinkommen der Haushaltsangehörigen abzüglich von Kinderbe-treuungskosten im Sinne des § 10 (1) EStG und der anrechnungsfreien Beträge nach § 15 (3) EStG.

lienstand nicht über mehr als 19.350 € (Alleinstehende) bzw. 41.490 € (Familie mit drei Kindern) pro Jahr verfügen dürfen, beträgt die Höhe des Förderdarlehens z. B. in Kommunen des Mietniveaus 4 seit 2020 2150 €/m² im Vergleich zu 1950 €/m² zuvor. Für Wohnungen zur Vermietung an Haushalte der Einkommensgruppe B, deren Einkommen die Einkommensgrenzen der Einkommensgruppe A um bis zu 40 % übersteigen kann (sog. „wirtschaftlich leistungsfähigere Begünstigte“), beträgt die Höhe des Förderdarlehens seit 2020 1400 €/m² im Vergleich zu 1200 €/m² zuvor. Auch die Zusatzdarlehen sind an bestimmte Voraussetzungen gebunden: So wird das Förderdarlehen um 5000 € pro Wohnung erhöht, wenn es sich um Kleinwohnungen mit maximal 55 m² Wohnfläche oder Familienwohnungen mit mindestens fünf Räumen handelt. Auch für den Einbau von Aufzügen können Zusatzdarlehen beantragt werden. Weitere Gründe sind die Schaffung einer hohen Wohnumfeldqualität oder rollstuhlgerechten Wohnraums (MHKBG NRW 2020a). Um den Fokus der Wohnraumförderung auf einkommensschwache Haushalte zu gewährleisten, sollen die Zielkommunen sicherstellen, dass mindestens 75 % der Fördermittel für Wohnungen zur Vermietung an Haushalte der Einkommensgruppe A verwendet werden (MHKBG NRW 2020b).

Der Zeitraum der Zweckbindung, innerhalb dessen die Investition staatlich gefördert wird, kann auf 20, 25 oder 30 Jahre festgelegt werden. Im Rahmen der Reform 2020 neu eingeführt wurde eine mögliche Zweckbindungsdauer von 30 Jahren. Für den Zeitraum der Zweckbindung gelten gesetzlich festgelegte Mietobergrenzen. Die Höhe dieser Obergrenzen bestimmt sich ebenfalls nach dem Mietniveau der Gemeinde, in der die Wohnungen errichtet werden sollen: In Kommunen der Mietniveaus 1 bis 3 (z. B. gültig in Gelsenkirchen und Wuppertal) zwischen 5,80 und 6,50 €/m², bei Mietniveau 4 (z. B. Aachen, Bielefeld, Dortmund) zwischen 6,20 und 7,00 €/m² sowie in den besonders teuren Städten Bonn, Düsseldorf, Köln und Münster zwischen 6,80 und 7,60 €/m². Ausgehend von der zu Beginn des Förderzeitraums festgesetzten Bewilligungsmiete sind jährliche Mietsteigerungen von 1,5 % möglich.

Im Darlehensvertrag zwischen Investor und Förderbank werden Bedingungen über Zinsen und Tilgung vereinbart. Seit 2020 ist das Förderdarlehen zunächst für 15 Jahre (gegenüber 10 Jahren vor der Reform) zinsfrei. Im Anschluss daran wird es bis zum Ablauf der Mietpreis- und Belegungsbindung zunächst zu einem gegenüber Marktniveau deutlich reduzierten Zinssatz verzinst. Danach erfolgt die Verzinsung zu marktüblichen Konditionen. Die Darlehenstilgung beträgt grundsätzlich 1,0 % p. a. unter Zuwachs der durch die fortschreitende Tilgung ersparten Zinsen. Darüber hinaus wird ein Tilgungsnachlass gewährt, dessen Höhe sich wiederum nach dem Mietniveau der Zielkommune bestimmt. Der Tilgungsnachlass wurde durch die Reform von zuvor 15 % auf nun 20 % der Darlehenssumme erhöht. Sofern der Investor eine Verlängerung der Mietpreis- und Belegungsbindung auf 30 Jahre garantiert, steigt der Tilgungsnachlass um weitere 5 Prozentpunkte auf die maximale Obergrenze von 30 %. Die Zins- und Tilgungsleistungen berechnen sich jeweils von dem um den Tilgungsnachlass reduzierten Darlehen (MHKBG NRW 2020a).

Hinsichtlich zusätzlicher Kosten ist zu berücksichtigen, dass die Darlehensvergabe mit einem Disagio von 0,4 % des bewilligten Darlehensbetrags erfolgt. Zudem wird durch die Förderbank eine einmalige Bearbeitungsgebühr von 0,75 % des Darlehensbetrags für die Bearbeitung des Förderantrags erhoben. Darüber hinaus sind

laufende Verwaltungsgebühren in Höhe von 0,5 % p. a. zu zahlen (vgl. Tab. 1). Nach hälftiger Tilgung werden die laufenden Gebühren von der Hälfte des ursprünglich bewilligten Darlehensbetrags berechnet.

3 Realitätsnahe Investitionsrechnungen für öffentlich geförderte Mietwohnungen

3.1 Wohnungswirtschaftliche Ziele von Neubauinvestitionen

Die betriebswirtschaftliche Literatur nennt Rentabilität und Risikominimierung als klassische Hauptziele wohnungswirtschaftlicher Investitionen (Rottke 2011). Beim Neubau von Sozialwohnungen treten als Sekundärziele die Gemeinwohlförderung und Daseinsvorsorge hinzu. Da eine unwirtschaftliche Neubauinvestition ein privates Wohnungsunternehmen im Extremfall existenziell gefährden kann, dürfte bei dieser Anbietergruppe jedoch ein Primat der klassischen betriebswirtschaftlichen Investitionsziele vorherrschen.

Der Neubau von Sozialwohnungen zeichnet sich durch hohe anfängliche Investitionsauszahlungen, eine hohe Kapitalbindungsdauer, geringe Liquidität sowie positive Einzahlungsüberschüsse während der Vermietungsdauer aus. Während der vertraglich vereinbarten Mietpreis- und Belegungsbindung sind diese Einzahlungsüberschüsse aufgrund der festgelegten Höchstmiete vergleichsweise niedrig. Typischerweise werden sie jedoch deutlich ansteigen, sobald die bei Investitionsbeginn öffentlich geförderten Wohnungen nach Ablauf der Mietpreis- und Belegungsbindung zu Marktkonditionen vermietet werden können. Eine wohnungswirtschaftliche Investitionsrechnung hat diese Besonderheiten in angemessener Form abzubilden.

Eine Investitionsrechnung hat zum Ziel die zu erwartende Wirtschaftlichkeit eines Neubauvorhabens zu beurteilen. Indem wesentliche finanziellen Konsequenzen der Neubauinvestition, einschließlich der zeitlichen Verteilung von Zahlungen verdeutlicht und verdichtet werden, wird die Transparenz des Vorhabens erhöht und somit eine fundierte betriebswirtschaftliche Entscheidungsgrundlage geschaffen. Als klassische dynamische Investitionsrechnungsverfahren kommen vor allem die Kapitalwertmethode (net present value) sowie die Methode des internen Zinsfußes (internal rate of return) infrage. Moderne dynamische Verfahren sind insbesondere die VOFI-Methode sowie die Methode der Realoptionen (Conteh et al. 2020).

3.2 Das VOFI-Konzept als wohnungswirtschaftliche Investitionsrechnung

Das VOFI-Konzept stellt eine Alternative zu den klassischen dynamischen Investitionsrechnungen dar. Ein VOFI erfasst alle einem Investitionsobjekt zurechenbaren monetären Größen tabellarisch. Dazu zählen sowohl originäre als auch derivative Zahlungen. Als originäre Daten werden die mit der Investition verbundenen prognostizierten Zahlungen, einschließlich des Einsatzes eigener Mittel, bezeichnet. Die derivativen Daten, beispielsweise Finanzierungs- und Steuerzahlungen, werden aus den originären Daten abgeleitet. Zur Bestimmung derivativer Zahlungen sind beispielsweise Zins- und Steuersätze, Abschreibungsmodalitäten sowie wesentli-

che Berechnungsvorschriften heranzuziehen (Grob 2015). Im Unterschied zu den klassischen dynamischen Investitionsrechnungsverfahren werden im VOFI-Verfahren keine pauschalen Kalkulationszinsfüße verwendet. Stattdessen werden Zinssätze verwendet, die denen auf dem Geld- und Kapitalmarkt tatsächlich entsprechen.

Im Grundkonzept des VOFI sind mehrere Annahmen zu treffen. Um das Entscheidungsproblem zu lösen, muss zwischen der Sachinvestition und einer alternativen Finanzinvestition gewählt werden. Die Finanzinvestition stellt dabei die Anlage der eigenen Mittel zu einem langfristig erzielbaren Kapitalmarktzins dar. Somit ist vorab der Investitionshorizont, hier die erwartete Nutzungsdauer der Immobilie festzulegen. Als Zielkennzahl des VOFI-Konzepts dient die VOFI-Eigenkapitalrentabilität nach Steuern, welche die Verzinsung der in die Investition eingebrachten Eigenmittel nach Steuern über den Investitionshorizont hinweg ausdrückt. Dies ist derjenige Zins, der unter Berücksichtigung von Zinseszinsen und Steuern das eingesetzte Eigenkapital in $t=0$ zum VOFI-Endwert führen würde. Die Eigenkapitalrentabilität nach Steuern der Investition ist mit der Alternative das Eigenkapital zum langfristigen Kapitalmarktzins anzulegen zu vergleichen: Die wohnungswirtschaftliche Sachinvestition ist absolut und relativ vorteilhaft, wenn die Eigenkapitalrentabilität nach Steuern der Sachinvestition positiv sowie höher ist als diejenige der Opportunität. Die Berechnung erfolgt anhand der Formel

$$r_{EK}^{nSt} = \sqrt[n]{\frac{EW_{VOFI}^{nSt}}{EK_0}} - 1, \quad (1)$$

wobei r_{EK}^{nSt} die Eigenkapitalrentabilität nach Steuern, n die Laufzeit der Investition in Jahren, EW_{VOFI}^{nSt} den sich gemäß VOFI-Methode ergebenden Endwert nach Steuern und EK_0 die zu Beginn der Investition seitens des Investors eingebrachten eigenen Mittel bezeichnen.

3.3 Berücksichtigung von Ertragsteuern

Sowohl aufgrund der Abbildungsgenauigkeit als auch der Entscheidungslogik ist eine Einbeziehung von Steuern in eine wohnungswirtschaftliche Investitionsrechnung notwendig. Grundsätzlich sind alle Steuerarten zu erfassen, die durch die Investition verursacht werden: Verkehrs-, Verbrauchs- und Substanzsteuern (z. B. Grunderwerbsteuer) sind als originäre Daten in der Zahlungsfolge zu berücksichtigen. Ertragsteuern hingegen sind derivative Zahlungen und abhängig von der Rechtsform des Investors.

Das hier annahmegemäß betrachtete Wohnungsunternehmen ist als Kapitalgesellschaft grundsätzlich gewerbesteuerpflichtig. Da es jedoch ausschließlich eigene Wohnimmobilien verwaltet, sind seine Einkünfte aus Vermietung gem. § 9 (1) GewStG von der Gewerbesteuer befreit („erweiterte Kürzung“). Dies gilt auch für Erträge aus Veräußerung, sofern es sich nicht um eine Betriebsaufgabe handelt (Rumpf und Wiegard 2012). Alle Erträge des Unternehmens unterliegen jedoch der Körperschaftsteuer sowie dem Solidaritätszuschlag. Abschreibungen und Schuldzinsen sind vollständig abzugsfähig.

Nach Grob (2015) können die für die Besteuerung von Kapitalgesellschaften relevanten Steuersätze zu einem kombinierten Ertragssteuersatz zusammengefasst werden. Grundsätzlich genügt der kombinierte Ertragssteuersatz der Formel

$$s = s_K (1 + s_{Sol}) + m_G h_G, \quad (2)$$

wobei s den kombinierten Ertragssteuersatz, s_K den Körperschaftsteuersatz, s_{Sol} den Solidaritätszuschlagsatz, m_G die Gewerbesteuermesszahl und h_G den Gewerbesteuerhebesatz der Gemeinde bezeichnen, in dem die Kapitalgesellschaft gewerbesteuerrechtlich ansässig ist. Durch die erweiterte Kürzungsmöglichkeit der Gewerbesteuer entfällt hier der zweite Term, sodass bei einem Körperschaftsteuersatz von 15 % und Solidaritätszuschlag von 5,5 % nach aktueller Rechtslage ein kombinierter Ertragssteuersatz von 15,825 % vorliegt. Die Höhe der periodischen Ertragssteuerzahlungen wird in einer Nebenrechnung ermittelt. Steuerbemessungsgrundlage sind die periodischen Ertragsüberschüsse der Investition, abzüglich Abschreibungen und Zinsaufwendungen zuzüglich möglicher Zinserträge aus Anlagen.⁴

3.4 Annahmen zu Objekt, Investitionshorizont, Finanzierung und Opportunität

Bei dem hypothetischen Investitionsprojekt handelt es sich um den Neubau einer Wohnanlage mit insgesamt 22 Wohneinheiten und 22 PKW-Stellplätzen. Das Bauvorhaben umfasst zwei Gebäude auf einem 2542 m² großen Grundstück in Stadtrandlage einer Großstadt in NRW. Das Grundstück wurde durch den Investor zum Verkehrswert erworben. Die Referenzkommune ist aufgrund ihrer Einwohnerzahl und der Höhe ihrer Mietpreise dem Mietniveau 4 gemäß den landeseigenen Wohnraumförderungsbestimmungen zugeordnet. Beide Gebäude sind dreigeschossig und umfassen 11 Wohneinheiten: jeweils 8 geförderte Wohnungen für Haushalte der Einkommensgruppe A, 2 geförderte Wohnungen für Haushalte der Einkommensgruppe B sowie eine frei finanzierte Wohnung, die nicht unter die staatliche Förderung fällt. Die förderfähige Wohnfläche beträgt 1382 m² von insgesamt 1572 m². Acht förderfähige Wohneinheiten haben eine Größe unter 55 m² und gelten somit als Kleinwohnungen, vier weitere sind Familienwohnungen. Beide Gebäude sind mit einem Aufzug ausgestattet. Eine bautechnisch vergleichbare Wohnanlage ist in Abb. 3 illustriert. Sämtliche Wohnungen werden annahmegemäß im Jahr 2020 errichtet und sind zum 1. Januar 2021 bezugsfertig.

In Anlehnung an ein vergleichbares, kürzlich tatsächlich realisiertes Bauvorhaben in der Referenzkommune werden die wertmäßigen Anschaffungsausgaben des Projekts auf 4.770.320 € geschätzt. Davon entfallen 736.108 € auf die Anschaffungskosten des Baugrundstücks, welche sich aus Grundstückskosten (Verkehrswert) und damit verbundenen Erwerbsneben- und Erschließungskosten (Grunderwerbsteuer, Notarkosten etc.) zusammensetzen. Die Baukosten in Form von Kosten für die Errichtung der Gebäude, Wohneinheiten, Aufzüge und Stellplätze betragen

⁴ Vereinfachend wird angenommen, dass sämtliche Ein- und Auszahlungen – mit Ausnahme der Anschaffungsauszahlung – in jeder Einzelperiode in voller Höhe erfolgswirksam sind.

Abb. 3 Exemplarische Wohnanlage im Bereich des öffentlich geförderten Mietwohnungsbaus. Quelle: ah_fotobox – stock.abobe.com

3.586.000 € und somit etwa 2280 €/m². Auf Baunebenkosten entfallen annahmegemäß 448.212 € und damit ca. 12,5 % der reinen Baukosten.⁵ Die wirtschaftliche Gesamtnutzungsdauer des Objekts beträgt annahmegemäß 50 Jahre. Die gesetzliche Mietpreis- und Belegungsbindung gilt zunächst für die ersten 20 Jahre der Investition.

Das Investitionsvorhaben wird entsprechend den gesetzlichen Fördervoraussetzungen zu 20 % aus eigenen Mitteln (unter Anrechnung des hälftigen Tilgungsnachlasses), einem öffentlich geförderten Darlehen sowie einem nicht geförderten, zu aktuellen Marktkonditionen aufgenommenen Annuitätendarlehen zur Restfinanzierung finanziert. Das Finanzierungsvolumen entspricht den gesamten Grundstücks- und Errichtungskosten von 4.770.320 €. Die Höhe des öffentlich geförderten Darlehens setzt sich aus den Darlehensgrundpauschalen für die Förderung von Mietwohnungsneubau sowie den Zusatzdarlehen für Kleinwohnungen, Familienwohnungen und Aufzüge zusammen. Aufgrund der Zuordnung der Referenzkommune zum Mietsniveau 4 gilt eine Grundpauschale für Wohnungen der Einkommensgruppe A von 2150 €/m² und für Wohnungen der Einkommensgruppe B von 1400 €/m². Gemäß den oben getroffenen Annahmen zum Objekt beträgt die Gesamthöhe der Grundpauschale somit 2.764.300 €. An Zusatzdarlehen kann der Investor gemäß den Objektcharakteristika 70.000 € beantragen. Die Gesamthöhe des öffentlich geförderten Darlehens beläuft sich im Ergebnis auf 2.834.300 €.⁶

Der Tilgungsnachlass beträgt infolge der vereinbarten Mietpreis- und Belegungsbindung von 20 Jahren 25 % der Darlehenssumme und somit 708.575 €. Die Hälfte des Tilgungsnachlasses wird als Eigenleistung anerkannt, sodass vom Investor zusätzlich noch 599.777 € Eigenkapital einzubringen sind. Der daraus resultierende Restfinanzierungsbedarf beträgt 1.336.223 €. Dieser wird durch ein nicht gefördertes, besichertes Annuitätendarlehen mit einer Laufzeit von 30 Jahren und einem über die Gesamtlaufzeit gebundenen Zinssatz von 1,3 % p.a. finanziert. Dies ent-

⁵ Darin enthalten sind Kosten für Architekten- und Ingenieurleistungen, Behördenleistungen etc.

⁶ Dies entspricht einer durchschnittlichen Fördermittelsumme von 141.715 € je Wohneinheit. Im Jahr 2019 wurden nach offiziellen Angaben durchschnittlich 133.000 € je Förderwohnung verausgabt (MHKBG NRW 2020b).

spricht gemäß Zinsstatistik der Bundesbank dem durchschnittlichen Zinssatz für besicherte Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften über 1 Mio. € zwischen Januar 2019 und Juni 2020 (Deutsche Bundesbank 2020a). Als marktübliche Verzinsung des Förderdarlehens nach Ablauf der Mietpreis- und Belegungsbindung (ab dem 21. Jahr der Investition) wird ein Sollzinssatz von 4,0 % und somit ein sich normalisierendes Zinsniveau unterstellt. Kleinvolumige, liquiditätsbedingte Kreditaufnahmen sind während der Investitionslaufzeit anhand eines Kontokorrentkredits mit einem Sollzins von 4,0 % möglich. Überschüssige Mittel können währenddessen zu einem Habenzins von 0,1 % angelegt werden.

Als Opportunität zur Neubauinvestition wird aufgrund vergleichbarer Risikoeigenschaften eine langfristige Anlage der eigenen Mittel in Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen gewählt. Die hier jährlich erzielbare Nettorendite nach Berücksichtigung von Ertragsteuern wird für die ersten 15 Jahre der Investitionsdauer auf 2,1 % festgelegt. Grundlage dafür bilden die durchschnittliche Bruttoumlaufrendite von Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen mit einer Restlaufzeit zwischen 10 und 15 Jahren laut Bundesbank-Zinsstatistik zwischen Januar 2019 und Juni 2020 (Deutsche Bundesbank 2020b) sowie der oben definierte Ertragsteuersatz. In den übrigen Jahren der Investitionslaufzeit kann infolge eines sich annahmegemäß normalisierenden Zinsniveaus eine etwas höhere Rendite erzielt werden, sodass über die Gesamtlaufzeit eine erzielbare Durchschnittsrendite der Opportunität in Höhe von 2,5 % angenommen wird.

3.5 Annahmen zu Mieteinnahmen, Bewirtschaftungskosten und Veräußerungserlös

Die Zahlungsfolge der Investition ergibt sich aus der Anschaffungsauszahlung sowie den jeweiligen Einzahlungsüberschüssen in den Einzelperioden (Jahren) des betrachteten Investitionszeitraums. Die Einzahlungen entsprechen dabei den jährlichen Mieteinnahmen für Wohnungen und Stellplätze. Für Wohnungen der Einkommensgruppe A werden annahmegemäß monatlich 6,20 €/m² und für Wohnungen der Einkommensgruppe B 7,00 €/m² monatlich erhoben. Dies entspricht der jeweils gesetzlich zulässigen Höchstmiete für Kommunen des Mietniveaus 4. Auch der gesetzlich mögliche Mieterhöhungsspielraum von 1,5 % pro Jahr wird annahmegemäß ausgeschöpft. Die frei finanzierten Wohnungen werden anfänglich zu einem Mietpreis von 9,38 €/m² monatlich vermietet. Dies entspricht der ortsüblichen Vergleichsmiete für vergleichbare Wohnungen laut aktuellem Mietspiegel der Referenzkommune gemäß § 558 (2) BGB. Orientiert am langfristigen Wachstum der Bestandsmietkomponente des Verbraucherpreisindex des Statistischen Bundesamts beträgt die jährliche Steigerung der Mieteinnahmen aus den frei finanzierten Wohnungen 1,2 %. Nach Auslauf der Mietpreis- und Belegungsbindung nach 20 Jahren werden die Mietpreise der anfangs preisgebundenen Wohnungen annahmegemäß sukzessive auf die dann gültige, unter Verwendung der oben genannten Preissteigerungsrate von 1,2 % p.a. hochgerechnete ortsübliche Vergleichsmiete angehoben.

Auszahlungen werden in Höhe der zahlungswirksamen Bewirtschaftungskosten angenommen. Die Ermittlung realistischer Bewirtschaftungskosten erfolgt nach der aktuellen Verordnung über wohnungswirtschaftliche Berechnungen nach dem Zwei-

ten Wohnungsbaugesetz (II. BV) und berücksichtigt Abschreibungen, Verwaltungskosten, nicht umlagefähige Betriebskosten, Instandhaltungskosten und das Mietausfallwagnis. Die Abschreibungen sind zahlungsunwirksam und werden bei der Ermittlung der Einzahlungsüberschüsse dementsprechend indirekt – bei der Berechnung der periodischen Ertragssteuerzahlungen – berücksichtigt. Zusätzlich zur regulären linearen Abschreibung gem. § 7 (4) EStG von 2 % pro Jahr nimmt der Investor in den ersten vier Jahren der Investition annahmegemäß die im Jahr 2019 geschaffene Möglichkeit der Sonderabschreibung in Höhe von 5 % pro Jahr in Anspruch.⁷ Das ebenfalls nicht zahlungswirksame Mietausfallwagnis wird direkt bei den jährlichen Mieteinnahmen berücksichtigt und beträgt 2 % der Erlöse aus Nettokaltmieten. Die zahlungswirksamen jährlichen Verwaltungskosten sowie Betriebs- und Instandhaltungskosten betragen zu Beginn der Investition 298,41 € je Wohnung bzw. 10,51 €/m². Beide Positionen werden während des Investitionshorizonts mit einer allgemeinen Preissteigerungsrate von 2,0 % p. a. inflationiert.

Um den Berechnungsaufwand im vollständigen Finanzplan zu begrenzen, wird das Investitionsobjekt annahmegemäß im 31. Jahr veräußert. Der üblichen Vorgehensweise in der Literatur folgend, entspricht der Verkaufserlös dem Fortführungswert des Immobilienprojektes in Form des Kapitalwerts nach Steuern der erwarteten Einzahlungsüberschüsse der Jahre 31 bis 50. Unter Einbezug eines steuerfreien Liquidationserlöses nach Ablauf der Gesamtnutzungsdauer in Höhe der Anschaffungskosten des Grundstückswerts berechnet sich dieser als

$$C_{VE}^{nSt} = \sum_{t=31}^{50} \frac{e_{t-30} - s(e_{t-30} - a_{t-30})}{[1 + i(1 - s)]^{t-30}} + \frac{L}{(1 + i)^{20}}, \quad (3)$$

wobei e_t den erwarteten Einzahlungsüberschuss in Jahr t , s den Ertragsteuersatz, a_t die Abschreibung in Jahr t auf die Gebäudeteile, L den Liquidationserlös und i den Kalkulationszinssatz bezeichnen. Der zur Ermittlung des Kapitalwerts nach Steuern verwendete Kalkulationszinssatz beträgt annahmegemäß 5,0 %. Dies entspricht dem langfristigen Durchschnitt der Bruttoumlaufrendite von Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen am deutschen Kapitalmarkt während der vergangenen 30 Jahre (Deutsche Bundesbank 2020b) und spiegelt somit ebenfalls die Annahme eines sich langfristig normalisierenden Zinsumfeldes wider.

⁷ Zwar bilden grundsätzlich die Herstellungskosten der Gebäude die Bemessungsgrundlage für die Sonderabschreibung, jedoch ist die förderfähige Bemessungsgrundlage auf 2000 € je m² Wohnfläche begrenzt (BMF 2019). Die Bemessungsgrundlage für die Sonderabschreibung berechnet sich daher als 2000 € multipliziert mit der begünstigungsfähigen Wohnfläche des Projekts. Ab dem 5. Jahr erfolgt die Abschreibung als Restwert-Afa gem. § 7a (9) EStG auf den um die zwischen dem 1.–4. Jahr aufgelaufenen Abschreibungen verminderten Anschaffungswert der Gebäude.

[illegible]

Abb. 4 Vollständiger Finanzplan für den Detailplanungszeitraum (ohne Jahre 11–20) des Basiszenarios. Das Investitionsobjekt wird annahmegemäß im 31. Jahr veräußert, der Verkaufserlös entspricht dem Kapitalwert der erwarteten Einzahlungsüberschüsse der Jahre 31 bis 50 (vgl. Formel (3)). Eigene Darstellung der Autoren

4 Ergebnisse

4.1 Wirtschaftlichkeit des Basisszenarios

Die Ergebnisse der Investitionsrechnung für die oben dargestellte Referenzinvestition zeigt Abb. 4. Der Endwert der Referenzinvestition beträgt knapp 1.100.000 €. Unter Berücksichtigung der zu Beginn der Investition eingesetzten eigenen Mittel und des abgebildeten Zeithorizonts von 31 Jahren erzielt die Modellinvestition damit eine Eigenkapitalrendite nach Steuern in Höhe von knapp 2 %. Trotz der erheblichen aktuellen Verbesserungen im Mietwohnraumförderungsrecht, der Einführung der zeitlich befristeten Sonder-Afa, der historisch günstigen Fremdfinanzierungsbedingungen für private Wohnungsunternehmen sowie der getroffenen, investorenfreundlichen Annahmen zu Miethöhen und -erhöhungen liegt die zu erwartende Eigenkapitalrendite damit knapp unterhalb der unterstellten, langfristig erzielbaren Rendite einer Kapitalmarktanlage.⁸ Der Erwartung, dass die aktuellen Verbesserungen der Investitionsbedingungen tatsächlich zu einer spürbar höheren privaten Investitionstätigkeit im öffentlich geförderten Mietwohnungsbau führen, ist vor diesem Hintergrund mit Skepsis zu begegnen: Die Verbesserungen reichen nicht aus, um eine realistische Referenzinvestition tatsächlich wirtschaftlicher zu gestalten als eine langfristige Finanzanlage.

4.2 Auswirkung veränderter Annahmen auf die Wirtschaftlichkeit

In praxi sind für die Beurteilung der Wirtschaftlichkeit einer Neubauinvestition neben der erwarteten Rendite auch die Planbarkeit und Prognosegenauigkeit der wesentlichen Zahlungen während der Investitionslaufzeit entscheidend: Je höher die Unsicherheit der relevanten Zahlungsströme, desto höher wird die durchschnittlich erwartete Mindestrendite des Investors sein. Die hier diskutierte Referenzinvestition dürfte aufgrund ihrer Struktur als vergleichsweise risikoarm gelten: Die Höhe und Entwicklung der Einzahlungen aus Vermietung sind aufgrund der gesetzlich festgelegten Höchstgrenzen der Bewilligungsmieten im preisgebundenen Segment recht genau prognostizierbar, sofern sich das kalkulierte Mietausfallwagnis als realistisch erweist. Deutlich unsicherer ist dagegen die Höhe der Einzahlung aus der angenommenen Veräußerung des Investitionsobjekts nach Ablauf der Detailplanungsphase von 30 Jahren. Neben der zu erwartenden Restnutzungsdauer übt hier vor allem der Kalkulationszinssatz und damit das zukünftige gesamtwirtschaftliche Zinsniveau starken Einfluss aus.

Auf der Auszahlungsseite ist ebenfalls grundsätzlich eine hohe Planungssicherheit über weite Teile des Detailplanungszeitraums zu konstatieren, da die Höhe und Entwicklung von Zins- und Tilgungsleistungen sowie die Instandhaltungs- und Verwaltungskosten entweder kreditvertraglich festgelegt oder im Normalfall recht verlässlich prognostizierbar sind: So beträgt z.B. die jährliche Steigerung der Bewirtschaftungskosten im Referenzmodell der geldpolitisch anvisierten Preissteigerungs-

⁸ Erkennbar ist zudem, dass sich das Investitionsvorhaben erst im 31. Jahr durch den Erlös aus der hier angenommenen Weiterveräußerung amortisiert.

Abb. 5 Zielgrößenänderungsrechnung für die VOFI-Eigenkapitalrendite nach Steuern für vier kritische Input-Variablen. Eigene Darstellung der Autoren

rate von 2 %. Eine vom Investor nicht antizipierte höhere oder niedrigere Inflation und damit Entwicklung der Bewirtschaftungskosten könnte die Wirtschaftlichkeit der Investition gleichwohl spürbar verändern. Eine weitere sensible Stellgröße bildet das marktübliche Zinsniveau von Hypothekendarlehen, zu welchem sich der Restbetrag des Förderdarlehens nach Ablauf der Mietpreis- und Belegungsbindung vertragsgemäß verzinsen wird. Analog zum Kalkulationszinsfuß zur Modellierung des Fortführungswertes erscheint eine verlässliche Prognose hier in der Praxis kaum realistisch (Goodhart und Lim 2011).

Vor diesem Hintergrund wird nachfolgend anhand von Sensitivitätsanalysen untersucht, ob und wie stark sich die Zielkennzahl der VOFI-Eigenkapitalrendite nach Steuern verändert, wenn der zur Modellierung des Veräußerungserlöses im 31. Jahr verwendete Kalkulationszinssatz, das allgemeine Mietausfallwagnis, der Sollzinssatz des Förderdarlehens nach Ablauf der Mietpreis- und Belegungsbindung sowie die jährliche Steigerung der Bewirtschaftungskosten jeweils getrennt voneinander in kleinen Intervallen verändert werden.⁹ Die Resultate der in dieser Form durchgeführten Sensitivitätsanalysen illustriert Abb. 5: Bei sämtlichen Input-Variablen würde eine isolierte Erhöhung des Variablenwertes jeweils zu einer Verschlechterung der Eigenkapitalrendite und damit zu einer niedrigeren Wirtschaftlichkeit führen. Die Elastizität der Eigenkapitalrendite in Abhängigkeit von der Variation der jeweiligen Input-Variable steigt dabei in allen vier Fällen – mithin in unterschiedlichem Ausmaß – mit zunehmender Höhe des Variablenwertes an, sodass in allen vier Fällen konkave Zusammenhänge erkennbar sind. Am stärksten ist diese Konkavität bei der jährlichen Steigerung der Bewirtschaftungskosten ausgeprägt, sodass bereits vergleichsweise geringe Erhöhungen der jährlich inflationsbedingt angenommenen Kostensteigerungen zu erheblichen Abnahmen der Wirtschaftlichkeit führen würden. Anhand des direkten Vergleichs mit dem annahmegemäß erreichbaren Zinssatz einer langfristigen Kapitalmarktanlage der eigenen Mittel wird deutlich, dass die Neubauinvestition in öffentlich geförderten Mietwohnraum in den meisten Bereichen der modellierten Änderungen keine relative Vorteilhaftigkeit erzielt.

4.3 Kommunalpolitische Handlungsoptionen zur Steigerung der Wirtschaftlichkeit

Neben den in die obige Analyse einbezogenen, wohnungs- und gesamtwirtschaftlichen Input-Variablen können auch kommunalwohnungspolitische Entscheidungen die Wirtschaftlichkeit der Referenzinvestition beeinflussen. Eine erste kommunalpolitisch interessante Variable ist die Dauer der Mietpreis- und Belegungsbindung. Unter der Bedingung, dass der Investor eine Mietpreis- und Belegungsbindung von 30 statt 20 Jahren zusagt, erlaubt die Reform der WFB NRW von 2020 erstmals die Anhebung des anfänglichen Tilgungsnachlasses von 25 % auf 30 % bei gleichzeitiger Verlängerung der Gültigkeit des vergünstigten Sollzinses von 0,5 % von 5 auf

⁹ Eine Alternative zu der hier in Form einer Zielgrößenänderungsrechnung durchgeführten Sensitivitätsanalyse bestünde in einer Szenariorechnung, in welcher die Input-Variablen simultan variiert werden. Der Zielgrößenänderungsrechnung wird aufgrund der Möglichkeit der intuitiven grafischen Veranschaulichung hier der Vorzug gegeben.

15 Jahre.¹⁰ Da die Hälfte des Tilgungsnachlasses bei der Förderung als Eigenleistung anerkannt wird, reduziert sich bei dieser Variante das seitens des Investors einzubringende Eigenkapital deutlich. Zugleich ergeben sich gegenüber dem Referenzszenario erhebliche Zinseinsparungen, da die marktübliche Verzinsung des Förderdarlehens ab dem 21. Jahr dort mit 4,0 % angenommen wird (vgl. 3.4). Andererseits sinken durch die verlängerte Belegungsbindung die zu erwartenden Mieteinnahmen deutlich, da die geförderten Wohnungen hier über den gesamten Detailplanungszeitraum von 30 Jahren preisgebunden bleiben und sich der sukzessive Übergang in die freie Vermietung somit um 10 Jahre verzögert. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht des Investors ist entscheidend, ob der Nettoeffekt auf die Wirtschaftlichkeit positiv oder negativ ist. Aus kommunalpolitischer Sicht ist diese Variante reizvoll, da für 10 garantierte zusätzliche Jahre preisgebundener Wohnraum geschaffen wird.

Die Investitionsrechnung für ein entsprechend modifiziertes Investitionsvorhaben¹¹ zeigt Abb. 6. Der Endwert der Investition beträgt knapp 1.370.000 €. Unter Berücksichtigung der zu Beginn der Investition eingesetzten, hier geringeren eigenen Mittel von ca. 530.000 € erzielt diese Variante eine Eigenkapitalrendite nach Steuern von gut 3 % und liegt somit nun über der Rendite der Opportunität. Die im Vergleich zum Referenzszenario höhere Wirtschaftlichkeit resultiert zum einen aus dem Hebeleffekt, der sich aus den geringeren nötigen Eigenmitteln zur Finanzierung ergibt. Zum anderen ist sie eine Folge von hohen Zinseinsparungen zwischen dem 21. und 30. Jahr der Investition. Beide rentabilitätssteigernden Effekte überkompensieren gemeinsam den rentabilitätssenkenden Effekt der längeren Mietpreisbindung. Die genannten Zinseinspareffekte könnten allerdings erheblich niedriger ausfallen, wenn für die marktübliche Verzinsung des Förderdarlehens 2040 statt eines Zinssatzes von 4 % die derzeitig marktüblichen, niedrigen Zinsen angenommen würden (vgl. Sensitivitätsanalyse in 4.2).

Eine zweite kommunalpolitisch interessante Variable stellt der Kaufpreis des Grundstückes dar. Im Referenzszenario wird angenommen, dass der Investor das Grundstück zum vollen Verkehrswert erwerben muss. Da der Investor die hohen Bodenpreise aufgrund der gesetzlichen Mietpreisbindung nicht über höhere Mietpreise abwälzen kann, senken die in den vergangenen Jahren stark gestiegene Grundstückspreise die Wirtschaftlichkeit der betrachteten Investition. Sofern der Investor das Baugrundstück unmittelbar von der Kommune erwirbt, kann ein möglicher Handlungsansatz zur Steigerung der Wirtschaftlichkeit deshalb in einer preisvergünstigten Veräußerung unterhalb des Verkehrswerts bestehen. Zwar sind kommunale Grundstücke kommunalrechtlich grundsätzlich zum Verkehrswert zu veräußern. Die Gemeindeordnungen der Bundesländer sehen jedoch Ausnahmen von diesem Grundsatz vor, wenn ein sog. „besonderes öffentliches Interesse“ vorliegt. Dies gilt insbesondere auch für Grundstücksveräußerungen zur Förderung des sozialen Wohnungsbaus.¹² Auch beihilferechtlich sind verbilligte Abgaben von Grundstücken unter bestimmten Voraussetzungen möglich.

¹⁰ Die ersten 15 Jahre der Laufzeit des Förderdarlehens bleiben auch bei dieser Variante zinsfrei.

¹¹ Für alle weiteren Parameter gelten die Annahmen des Referenzszenarios, d.h. ohne Berücksichtigung der Veränderungen gemäß der Sensitivitätsanalyse in 4.2.

¹² Vgl. exemplarisch für NRW § 90 (3) GO NRW.

[illegible]

Abb. 7 Vollständiger Finanzplan für den Detailplanungszeitraum (ohne Jahre 11–20) eines abgewandelten Szenarios mit den hälftigen Anschaffungskosten des Baugrundstücks infolge einer preisverzügünstigen Abgabe des Baugrundstücks seitens der Referenzkommune. Eigene Darstellung der Autoren

Um den Einfluss einer preisvergünstigten Grundstücksabgabe auf die Wirtschaftlichkeit der Referenzinvestition zu überprüfen, wird die Investitionsrechnung für das Referenzszenario unter sonst unveränderten Annahmen (insb. 20 Jahre Mietpreis- und Belegungsbindung, 25 % Tilgungsnachlass) mit den hälftigen statt vollen Anschaffungskosten des Baugrundstücks durchgeführt. Dabei sind Auswirkungen der preisvergünstigten Abgabe auf die Förderbedingungen zu berücksichtigen: Zwar senkt die preisreduzierte Überlassung die anfängliche Investitionsausgabe und die erforderlichen Eigenmittel, zugleich verringert sich jedoch gemäß WFG NRW der rechtlich zulässige Höchstbetrag des Förderdarlehens um den Betrag des Preisnachlasses. Auch hier ist der Nettoeffekt ex ante unbestimmt und kann erst durch eine ausführliche Wirtschaftlichkeitsrechnung ermittelt werden.

Die Ergebnisse einer entsprechenden Investitionsrechnung zeigt Abb. 7. Der Endwert der Investition beträgt demnach knapp 1.460.000 €. Unter Berücksichtigung der zu Beginn der Investition bei dieser Variante erforderlichen eigenen Mittel von ca. 570.000 € kann in diesem Szenario ebenfalls eine Eigenkapitalrendite nach Steuern von gut 3 % erzielt werden. Ein entsprechend modifiziertes Investitionsvorhaben wäre somit auch hier deutlich wirtschaftlicher als das Referenzszenario und zudem wirtschaftlicher als die unterstellte Opportunität.

5 Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Das Ziel dieses Beitrages lag in einer Abschätzung der derzeit zu erwartenden Wirtschaftlichkeit privater Investitionen in öffentlich geförderten Mietwohnungsbau. Trotz einer zuletzt steigenden Anzahl an Neubauten ist der Bestand geförderter Mietwohnungen in Deutschland in den vergangenen Jahren weiter zurückgegangen. Diesem Rückgang steht gerade in wachsenden Städten eine steigende Nachfrage nach „bezahlbarem“ Wohnraum gegenüber. Private Wohnungsunternehmen sind jedoch nur zu Investitionen in öffentlich geförderten Wohnraum bereit, wenn diese eine angemessene Wirtschaftlichkeit erwarten lassen.

Der Beitrag zeigt mittels realitätsnaher und zugleich wissenschaftlich fundierter Modellrechnungen, dass die Eigenkapitalrentabilität einer Referenzinvestition trotz der aktuellen erheblichen Verbesserungen im Mietwohnraumförderungsrecht, der 2019 bundesweit eingeführten Sonderabschreibung im Mietwohnungsbau und der historisch günstigen Fremdfinanzierungsbedingungen für Wohnungsunternehmen gering ist: Anhand der Methode Vollständiger Finanzpläne durchgeführte Investitionsrechnungen quantifizieren die unter den derzeit gültigen Rahmenbedingungen zu erwartende Eigenkapitalrendite in einem realistischen Referenzszenario auf knapp 2 %. Trotz der allgemeinen Knappheit an rentablen Anlageformen im Zuge der andauernden Niedrigzinsphase besteht bei diesem Renditeniveau kaum echte Wirtschaftlichkeit. Dies gilt insbesondere, da in der privaten Wohnungswirtschaft bereits ein einziges scheiterndes Investitionsprojekt den Unternehmenserfolg substanziell gefährden kann. Eine Sensitivitätsanalyse für besonders kritische Modellparameter belegt dies.

Wie aus den Modellrechnungen hervorgeht, dürften die in NRW und weiteren Bundesländern im vergangenen Jahr eingeführten Verbesserungen der Konditionen

der sozialen Wohnraumförderung sowie die Sonderabschreibung im Mietwohnungsneubau somit nicht ausreichen, um das Investitionsgeschehen wie von der Politik erhofft deutlich zu steigern. Ein wesentliches Hemmnis besteht nach wie vor in hohen Bau- und Grundstückskosten. Deren negativer Einfluss auf die Wirtschaftlichkeit kann durch die Verbesserungen der Förderbedingungen bislang nicht in Gänze abgefangen werden. In der preisvergünstigten Veräußerung städtischer Grundstücke an bauwillige Investoren im Rahmen von sog. „Konzeptvergaben“ verfügen Städte und Gemeinden jedoch über ein kommunalpolitisches Instrument, mit dem die Wirtschaftlichkeit privater Investitionen in öffentlich geförderten Wohnraum spürbar – in Einzelfällen möglicherweise entscheidend – gesteigert werden kann. Auch in einer aufgrund der Corona-Krise dauerhaft angespannten kommunalen Finanzlage wäre es aus gesamtwirtschaftlicher und sozialpolitischer Sicht somit zu begrüßen, wenn die Städte und Gemeinden eine Anwendbarkeit dieses Instruments zugunsten des sozialen Mietwohnungsbaus vermehrt prüfen.¹³ Auch ein erhöhter Tilgungsnachlass und eine Verlängerung der Zinsvergünstigung des Förderdarlehens im Gegenzug für eine Verlängerung der Mietpreis- und Belegungsbindung auf 30 Jahre kann sich den Modellrechnungen zufolge positiv auf die Wirtschaftlichkeit auswirken.

Abschließend ist anzumerken, dass die hier vorgenommenen Modellrechnungen sich ausschließlich auf NRW beziehen. Da in den einzelnen Bundesländern verschiedene Rahmenbedingungen an den Wohnungsmärkten vorliegen und die Förderbedingungen sich punktuell unterscheiden, kann die Übertragbarkeit der Ergebnisse auf das gesamte Bundesgebiet eingeschränkt sein. Auch wenn im Einzelfall und anderen Bundesländern durchaus eine höhere Wirtschaftlichkeit von Neubauprojekten denkbar ist, kann aufgrund der Einheitlichkeit des makroökonomischen Rahmens und der Vorbildfunktion des Bundeslands NRW in der öffentlichen Wohnraumförderung gleichwohl von einer hohen Übertragbarkeit ausgegangen werden.

Zusatzmaterial online Zusätzliche Informationen sind in der Online-Version dieses Artikels (<https://doi.org/10.1365/s41056-021-00054-8>) enthalten.

Interessenkonflikt O. Lerbs und L. Nobbe geben an, dass kein Interessenkonflikt besteht.

Open Access Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz veröffentlicht, welche die Nutzung, Vervielfältigung, Bearbeitung, Verbreitung und Wiedergabe in jeglichem Medium und Format erlaubt, sofern Sie den/die ursprünglichen Autor(en) und die Quelle ordnungsgemäß nennen, einen Link zur Creative Commons Lizenz beifügen und angeben, ob Änderungen vorgenommen wurden.

Die in diesem Artikel enthaltenen Bilder und sonstiges Drittmaterial unterliegen ebenfalls der genannten Creative Commons Lizenz, sofern sich aus der Abbildungslegende nichts anderes ergibt. Sofern das betreffende Material nicht unter der genannten Creative Commons Lizenz steht und die betreffende Handlung nicht nach gesetzlichen Vorschriften erlaubt ist, ist für die oben aufgeführten Weiterverwendungen des Materials die Einwilligung des jeweiligen Rechteinhabers einzuholen.

¹³ Wissenschaftliche Erkenntnisse zur tatsächlichen Verbreitung dieses Instruments in den Kommunen sind den Autoren nicht bekannt. Es existiert allerdings ein aktuelles, bis zum Jahr 2022 laufendes ExWoSt-Forschungsvorhaben „Instrumente der Baulandbereitstellung und Bodenpolitik – Verbreitung und Anwendung bei Kommunen und Ländern“ im Auftrag des Bundesinstituts für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR), im Rahmen dessen die Verbreitung von Baulandmodellen und die Anwendungsintensität verschiedener Instrumente der Bodenpolitik systematisch erfasst werden sollen.

Weitere Details zur Lizenz entnehmen Sie bitte der Lizenzinformation auf <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de>.

Literatur

- Baldenius T, Kohl S, Schularick M (2020) Die neue Wohnungsfrage. Gewinner und Verlierer des deutschen Immobilienbooms. *Leviathan* 48(2):195–236
- Bundesministerium der Finanzen BMF (2019) Steuerliche Förderung des Mietwohnungsneubaus. Monatsbericht des BMF, Bd. September 2019, S 25–30
- Bundesministerium des Innern, für Bau und Heimat BMI (2018) Gemeinsame Wohnraumoffensive von Bund, Ländern und Kommunen. Ergebnisse des Wohngipfels am 21. September 2018 im Bundeskanzleramt. https://www.bmi.bund.de/SharedDocs/downloads/DE/veroeffentlichungen/2018/ergebnisse-wohngipfel.pdf?__blob=publicationFile&v=6. Zugegriffen: 1. Febr. 2021
- Conteh A, Earl G, Liu B, Roca E (2020) A new insight into the profitability of social housing in Australia: a real options approach. *Habitat Int.* <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2020.102261>
- Deutsche Bundesbank (2020a) Effektivzinssätze Banken/Neugeschäft/besicherte Kredite an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften über 1 Mio EUR, Zinsbindung über 10 Jahre. https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/759778/759778?listId=www_skms_it01. Zugegriffen: 1. Febr. 2021
- Deutsche Bundesbank (2020b) Umlaufrenditen inländischer Inhaberschuldverschreibungen/Anleihen von Unternehmen (Nicht-MFIs)/Monatswerte. https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/759778/759778?listId=www_s510_unt5bd. Zugegriffen: 1. Febr. 2021
- Deutscher Bundestag (2017) Sozialer Wohnungsbau in Deutschland – Entwicklung, Bestand, Perspektive (Drucksache 18/11403, Berlin)
- Droste C, Knorr-Siedow T (2014) Social housing in Germany. In: Scanlon K, Whitehead C, Fernández-Arriagoitia M (Hrsg) *Social Housing in Europe*. John Wiley & Sons Ltd, Chichester, S 183–204
- Goodhart C, Lim WB (2011) Interest rate forecasts: a pathology. *Int J Cent Bank* 7(2):135–171
- Graniki K (2020) Die Mietenstufe 4 schließt das erkennbare Delta der Vergangenheit, doch die stetig steigenden Baukosten und Baulandpreise bildet sie nicht ab. *Verbandsmagazin des Verbands der Wohnungswirtschaft Rheinland Westfalen*, Bd. 2/2020, S 10
- Grob HL (1990) Das System der VOFI-Rentabilitätskennzahlen bei Investitionsentscheidungen. *Z Betriebswirtsch* 60(2):179–192
- Grob HL (2015) Einführung in die Investitionsrechnung. Eine Fallstudiengeschichte. Vahlen, München
- Landtag Nordrhein-Westfalen (2020) Wie entwickelt sich der Bestand an „Sozialwohnungen“ in Nordrhein-Westfalen? Antwort der Landesregierung auf die Kleine Anfrage 4276 vom 2. September 2020 des Abgeordneten Andreas Becker (SPD) (Drucksache 17/10802)
- Ministerium für Heimat, Kommunales, Bau und Gleichstellung MHKBG NRW (2020a) Öffentliche Wohnraumförderung des Landes Nordrhein-Westfalen 2018–2022 Wohnraumförderungsbestimmungen 2020, Runderlass vom 4. Februar 2020a (402-2010-698/19), Düsseldorf
- Ministerium für Heimat, Kommunales, Bau und Gleichstellung MHKBG NRW (2020b) Öffentliche Wohnraumförderung des Landes Nordrhein-Westfalen 2018–2022 Förderjahr 2020, Düsseldorf
- Müller ND, Pfnür A (2016) Wirtschaftlichkeitsberechnungen bei verschärften energetischen Standards für Wohnungsneubauten aus den Perspektiven von Eigentümern und Mietern – Methodisches Vorgehen und Fallbeispiel. Arbeitspapiere zur immobilienwirtschaftlichen Forschung und Praxis, Bd. 32
- Rottke NB (2011) Immobilieninvestition. In: Rottke NB, Thomas M (Hrsg) *Management*, Bd. 1. Immobilienmanager Verlag, Wiesbaden, S 835–892
- Rumpf D, Wiegand W (2012) Kapitalertragsbesteuerung und Kapitalkosten. *Persp Wirtschaftspol* 13(1–2):52–81
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2018) Vor wichtigen wirtschaftspolitischen Weichenstellungen Jahresgutachten 18/19, Wiesbaden
- Taschner A (2016) Investitionsrisiko Kapitalkosten. *Control Manag Rev* 60:37–42
- Thomsen SL, Vogt D, Brausewetter L (2020) Mietwohnungsknappheit in Deutschland: Ursachen, Instrumente, Implikationen. *Wirtschaftsdienst* 100(6):461–467
- Voigtländer M (2007) Die Privatisierung öffentlicher Wohnungen. *Wirtschaftsdienst* 87(11):748–753