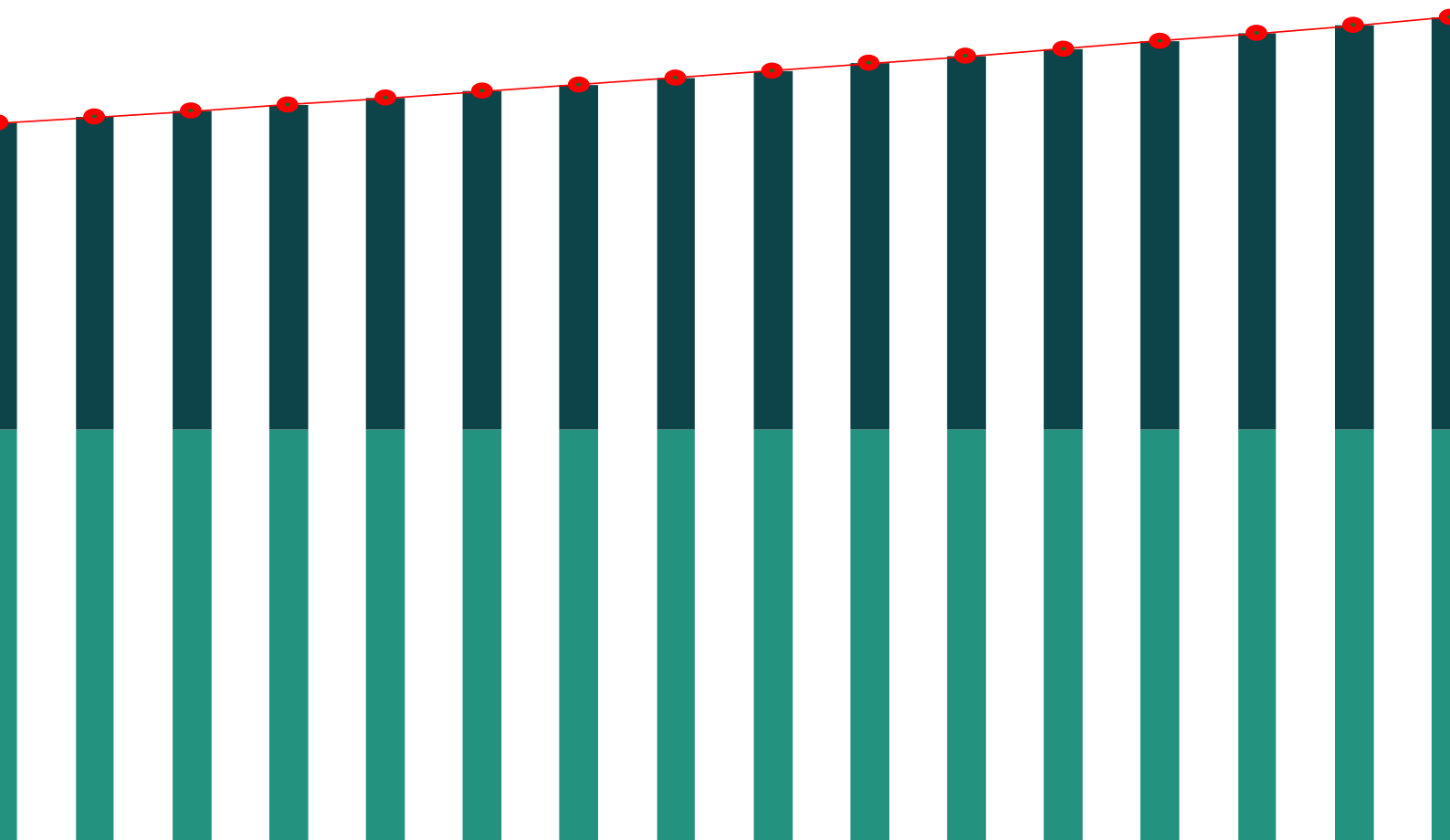


Refinanzierungsoptionen in vergesellschafteten Wohnungsbeständen

Kurzstudie im Auftrag von Deutsche Wohnen & Co enteignen

Andrej Holm | Friederike Thonke | Gian Arpagaus



Impressum

Refinanzierungsoptionen in vergesellschafteten Wohnungsbeständen

Kurzstudie im Auftrag von Deutsche Wohnen & Co enteignen

Andrej Holm | Friederike Thonke | Gian Arpagaus

Redaktionschluss: August 2025

V.i.S.d.P.: Armin Rothemann | Mietenvolksentscheid e. V.

c/o Stadtteillbüro Friedrichshain | Warschauer Str. 23, 10243 Berlin

Über die Autor*innen

Dr. Andrej Holm ist Sozialwissenschaftler an der Humboldt-Universität zu Berlin. Seine Forschungsschwerpunkte sind Gentrification, Wohnungspolitik im internationalen Vergleich und Europäische Stadtpolitik. In seiner Arbeit befasst er sich mit Stadterneuerung, Gentrifizierung und den Rahmenbedingungen einer sozialen und gemeinwohlorientierten Wohnungspolitik.

Friederike Thonke arbeitet an der Schnittstelle von nachhaltiger Immobilienfinanzierung, integrierter Stadtentwicklung und gemeinwohlorientierter Stadtökonomie. Sie ist bei der Triodos Bank im Bereich wertorientierte Immobilienfinanzierung tätig und moderiert integrierte Stadtentwicklungsprozesse bei Connexion. Sie befasst sich mit Fragen einer sozial-ökologischen Stadtentwicklung, unter anderem in der Initiative Schoettle Areal.

Gian Andrea Arpagaus studiert Philosophie, Politikwissenschaft, Ökonomie und gemeinwohlorientierte Immobilienprojektentwicklung. In seiner Arbeit beschäftigt er sich mit erkenntnis- und wissenstheoretischen Grundlagen einer sozial-ökologischen Immobilienwissenschaft.

Kurzzusammenfassung

Nachdem die juristische Machbarkeit der Vergesellschaftung großer Wohnungsbestände kaum noch strittig ist, richtet sich die Aufmerksamkeit auf die wirtschaftlichen Zusammenhänge und die Frage, welche Entschädigungszahlungen aus der unternehmerischen Praxis heraus refinanzierbar sind. Die vorliegende Studie entwickelt ein Berechnungsmodell und legt verschiedene Einzelberechnungen vor, die zeigen, dass eine substanzerhaltende Bewirtschaftung der Wohnungsbestände zu vertretbaren Mieten auch dann möglich ist, wenn die bestandshaltende Entität (beispielsweise eine Anstalt öffentlichen Rechts, AöR) die geleisteten Entschädigungszahlungen als Teil ihrer Geschäftstätigkeit refinanziert. Mit anderen Worten: **umfangreiche Entschädigungszahlungen, substanzerhaltende Bewirtschaftung und bezahlbare Mieten sind gleichzeitig möglich.**

Die Aufmerksamkeit der vorliegenden Studie liegt auf den Modalitäten der Refinanzierung der Entschädigungssumme. Diese hängt zugleich davon ab, welche Miethöhen angenommen und welcher Bewirtschaftungsstandard festgelegt wird. Die Studie verdeutlicht, dass die verschiedenen Aspekte miteinander verbunden sind. Je nachdem, wie Miethöhen, Unternehmensausgaben und die Finanzierung der Schulden angelegt werden, ergeben sich unterschiedliche Summen, die für die Refinanzierung der Entschädigungszahlungen zur Verfügung stehen würden. Mit anderen Worten: Die von einer AöR verantwortbar zu generierenden Entschädigungszahlungen lassen sich errechnen, wenn man zuvor Mietkonditionen und Bewirtschaftungsbedingungen festgelegt hat. Am Ende der Studie findet sich eine Übersicht über verschiedene Entschädigungssummen, die sich in einer Spanne zwischen einem niedrigen einstelligen Milliardenbetrag und einem Maximalbetrag von etwa 21 Mrd. Euro bewegen. Unter den Bedingungen von um 1% p.a. günstigeren Zinskonditionen wären sogar Entschädigungssummen bis zu 25 Mrd. Euro aus den Mieterträgen zu refinanzieren. Die Modelle, die mit realitätsnahen Werten arbeiten, ermitteln eine verfügbare Entschädigungssumme im Spektrum zwischen 10 und 17 Mrd. Euro.

Die Studie leistet vier wichtige Beiträge zur Finanzierung der Entschädigungszahlungen im Zuge der Vergesellschaftung großer Wohnungsbestände:

- Die Studie greift die cashflow-orientierte Struktur und zentrale Parameter des Berliner Rechnungshofs auf, verwendet jedoch ein schuldendienstorientiertes Projektfinanzierungsmodell nach banküblicher Praxis (DSCR-Orientierung).
- Die Studie erläutert, dass Miethöhen, Aufwendungen und Refinanzierungsbedingungen sich jeweils gegenseitig bedingen und hier Abwägungsentscheidungen zu treffen sind.
- Die Studie zeigt auf, dass eine Vielfalt von Refinanzierungsbedingungen zu berücksichtigen ist, dass aber in den Details der Refinanzierungsoptionen erhebliche Spielräume für die Zahlung von Entschädigungszahlungen liegen.
- Die Studie dokumentiert, dass ein weites Spektrum von Entschädigungssummen im Rahmen einer gemeinwirtschaftlichen Wohnraumbewirtschaftung ohne dauerhafte öffentliche Zuwendungen refinanziert werden kann.

Inhalt

Impressum.....	2
Über die Autor*innen.....	2
Kurzzusammenfassung	3
1. Einleitung: Anlass, Ziel und Aufbau der Studie	5
2. Grundlagen der Refinanzierung: Erträge, Aufwendungen und Refinanzierungsspielräume.....	10
3. Erträge aus der Bewirtschaftung.....	12
3.1. Ausgangsmieten.....	12
3.2. Mietsteigerungsdynamik.....	14
3.3. Faktorenkombination zur Ermittlung zukünftiger Ertragswertentwicklungen	16
4. Bewirtschaftungsaufwendungen	18
4.1. Basiskalkulationen auf der Basis von pauschalierten Orientierungswerten.....	18
4.2. Kalkulationen der Bewirtschaftungskosten in Orientierung an die LWU	20
4.3. Bewirtschaftungskosten bei erhöhter Instandsetzung und erweitertem Service	21
4.4. Vergleich der Bewirtschaftungsvarianten.....	22
5. Finanzierungsoptionen	23
5.1. Ausgangsüberlegungen.....	23
5.2. Rechenmodell zur Kalkulation der Refinanzierungsaufwendungen.....	26
5.2.1. Bestimmung des Kapitaldienstvolumens.....	26
5.2.2. Finanzierungsstruktur	28
5.2.3. Zahlungsfluss im Zeitverlauf.....	30
6. Modellierung von Refinanzierungsvarianten	33
6.1. Ausgangsmodell.....	33
6.2. Einfluss der Miethöhe	34
6.3. Einfluss der Bewirtschaftung	35
6.4. Einfluss der Laufzeit.....	36
6.5. Einfluss der Finanzierungsstruktur	37
6.6. Einfluss der Zinshöhe.....	37
6.7. Kombinationen der Finanzierungsmodelle	38
7. Zusammenfassung	41
Quellen.....	42
Anhang: Glossar der Parameter	44

1. Einleitung: Anlass, Ziel und Aufbau der Studie

Die Kurzstudie soll verschiedene Refinanzierungsoptionen für die Vergesellschaftung von Wohnungsbeständen großer Immobilienkonzerne, ihre jeweiligen Parameter und die damit verbundenen Konditionen verständlich darstellen. **Die hier vorliegende Ausarbeitung versteht sich als Debattenbeitrag mit thesenhaftem Charakter.** Die Ausführungen erheben keinen Anspruch auf absolute Vollständigkeit sämtlicher relevanter Parameter und Rahmenbedingungen. Insbesondere der große Umfang des Refinanzierungsvolumens einer Vergesellschaftung und die üblichen Unsicherheiten von Zukunftsvorhersagen können die Genauigkeit der von uns vorgenommenen Kalkulationen auf der Basis von Projektfinanzierungen relativieren. Unser Beitrag versteht sich als ein Impuls zur weiteren fachlichen Auseinandersetzung. Um die Analyse weiter zu schärfen, sind Beiträge von Expert*innen z.B. aus den Bereichen Strukturierung von Finanzierungsinstrumenten, kommunale Wohnungswirtschaft, öffentliche Verwaltung sowie der politischen Entscheidungsebene ausdrücklich erwünscht und willkommen. Wünschenswert wäre es, unseren Entwurf durch interdisziplinären Austausch weiterzuentwickeln und gemeinsam tragfähige Perspektiven zu erarbeiten.

Mit den hier skizzierten Einschränkungen zur Kalkulation von Refinanzierungsmechanismen einer Vergesellschaftung von 240.000 Wohnungen in Berlin stehen wir nicht allein und alle bisher vorgelegten Versuche zur Bestimmung von Entschädigungshöhen und ihren Auswirkungen auf den Mietpreis basieren auf Mittelwertannahmen und der Unterstellung von branchenüblichen Finanzierungskosten.

In den bisher in der Debatte rund um Vergesellschaftung vorgeschlagenen Überschlagsrechnungen wurden für den Zusammenhang von Miethöhen und Entschädigungssummen unterschiedliche Kalkulationsansätze gewählt.

- Das Faire-Mieten-Modell der Initiative „Deutsche Wohnen & Co. enteignen“ ging von politisch festgesetzten Mietpreisen (4,04 €/m² nettokalt) aus und bestimmte die Entschädigungshöhe in einem Ertragswertverfahren auf der Basis der festgesetzten Miete. Im Erstentwurf der Initiative hieß es: *„Wohnraum wird in Höhe seines Reinertrags aus 40 Jahren auf Grundlage leistbarer Mieten entschädigt. Der Reinertrag errechnet sich aus der leistbaren Nettokaltmiete abzüglich der für eine nachhaltige Bewirtschaftung erforderlichen Kosten“* (DWE 2022: 177). Die Entschädigungssumme in diesem Modell¹ sollte in der Form von Schuldverschreibungen über einen längeren Zeitraum aus den Mieterträgen finanziert werden. Der Nominalwert der Entschädigung in diesem Modell war dabei klar definiert und ergab sich aus der Summe der Reinerträge des zuvor festgelegten Schuldverschreibungszeitraums von 40 Jahren. Die Bestimmung des Barwerts einer Entschädigung zum Zeitpunkt der Vergesellschaftung erfolgte in einem Abzinsungsverfahren (z.B. Discounted Cashflow), bei dem bestimmt wird, wieviel eine in der Zukunft erwartete Zahlung heute wert wäre. Im Rahmen eines Vergesellschaftungsprozesses ist das Modell konsequent, da die Festlegung der Entschädigungshöhe nicht als marktübliche Kalkulationen von Immobilienwerten erfolgt, sondern aus dem Vergesellschaftungszweck (Versorgung mit leistbaren Wohnungen) abgeleitet wird. Der Nominalwert der Schuldverschreibungen für den gesamten Bestand an vergesellschafteten Wohnungen entsprach im Faire-Mieten-Modell etwa 9,8 Mrd. €².
- Einen ähnlichen Ansatz verfolgte auch die fachliche und politische Beurteilung des Sozialisierungsvorhabens durch die AG Sozialisierung³ aus dem Jahr 2021. In einem Modell der „Refinanzierung bei sozialer Bewirtschaftung“ wurden verschiedene Varianten von Mietpreisen einer sozialen Bewirtschaftung angesetzt. Dabei wurden a) Leistbarkeitsmieten auf der Basis von Einkommensdaten und Mietbelastungsquoten (3,96 €/m²) und b) die Durchschnittsmieten der damals geltenden Mietdeckelregulierung (5,95 €/m²) zu einer c) sozialen Bewirtschaftungsmiete (5,00 €/m²) zusammengeführt (AG Sozialisierung 2021: 22 f.). Um die Refinanzierungsspielräume der jeweiligen Mieten zu

1 Als leistbare Nettokaltmiete wird ein Betrag von 4,04 €/m² angegeben. Abzüglich der im Modell kalkulierten Bewirtschaftungskosten von 2,76 €/m² bleiben im ersten Jahr 1,28 €/m² pro Monat als Reinertrag zur Refinanzierung der Entschädigung. Weiterhin angenommen wird eine jährliche Steigerung der Nettokaltmieten und der Bewirtschaftungskosten um 0,43 Prozent, so dass die Summe der Reinerträge nach 40 Jahren bei 6,69 €/m² liegt.

2 In früheren Stellungnahmen der Initiative (DWE 2019) wurde die Entschädigungshöhe im Faire-Mieten-Modell mit 8 Mrd. € geschätzt, weil die Leistbarkeitsgrenzen mit älteren Einkommensdaten auf 3,70 €/m² kalkuliert wurden.

3 Die AG Sozialisierung war ein Arbeitszusammenhang von fachpolitischen Expert*innen aus dem Umfeld, der Berliner Linken, von DWE und von Berliner Hochschulen, die im Vorfeld des Volksentscheides „auf der Basis einer fachlich abgesicherten Informationslage und realistischen Kalkulationen“ die möglichen Kosten und Konsequenzen von verschiedenen Sozialisierungsmodalitäten verglichen haben (AG Sozialisierung 2021: 1 f.)

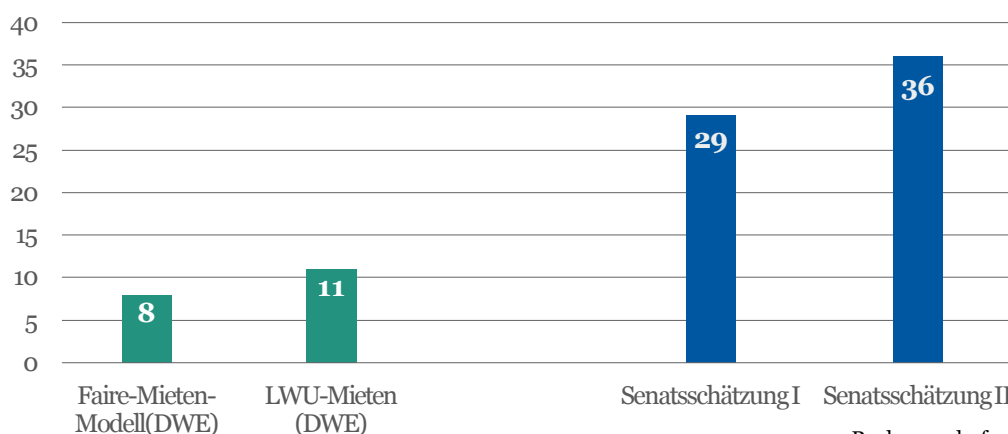
bestimmen, werden pauschalisierte Werte für die Instandsetzung, die Bewirtschaftung und ein Mietausfallwagnis in Anlehnung an die II. Berechnungsverordnung als Bewirtschaftungsaufwendungen eingesetzt. Die überschlagsartigen Kalkulationen der Refinanzierungskosten (als Annuität aus Zins und Tilgung) gingen von den damaligen Zinskonditionen aus und ermittelten eine aus den Mieteinnahmen refinanzierbare Entschädigungshöhen von insgesamt 14,5 Mrd. €. Wie auch im Faire-Mieten-Modell wurden dabei die politisch bestimmten Mieten als Ausgangspunkt der Berechnung herangezogen.

- Die 2024 vom Landesrechnungshof vorgelegten Überlegungen zu den Auswirkungen eines Vergesellschaftungsvorhabens für den Haushalt des Landes Berlin gehen hingegen von extern festgelegten Entschädigungssummen aus, die auf ihre jeweiligen Effekte für die Miethöhe und mögliche Finanzierungsverpflichtungen durch das Land Berlin hin berechnet werden (RH Berlin 2024). In seinem Bericht analysierte der Landesrechnungshof vier mögliche Entschädigungshöhen (8 Mrd. €, 11 Mrd. €, 29 Mrd. € und 36 Mrd. €), die jeweils unter den Konditionen einer klassischen Projektfinanzierung⁴ über Bankkredite und einer Miethöhe auf Mietspiegelniveau getestet werden. Im Ergebnis kam der Rechnungshof zum Ergebnis, dass nur die beiden „nicht verkehrswertorientierte[n]“ Entschädigungssummen von 8 Mrd. und 11 Mrd. € ohne dauerhafte Zuschüsse aus den Mieterträgen der vergesellschafteten Wohnungsbestände getragen werden könnten. Die beiden „verkehrswert-orientierten“ Entschädigungssummen in der Höhe von 29 Mrd. bzw. 36 Mrd. € hingegen würden für eine Refinanzierung eine dauerhafte Subventionierung aus dem Landeshaushalt erfordern.

Die hier kurz skizzierten Ansätze folgen unterschiedlichen Logiken. Während das Faire-Mieten-Modell und auch die Idee einer Refinanzierung aus einer sozialen Bewirtschaftung aus einer *Mieter*innen-Perspektive* die maximale Entschädigungshöhe danach bestimmen, welcher Schuldendienst aus den politisch festgelegten Mieten langfristig erbracht werden kann, nimmt der Landesrechnungshof eine *Investor*innen-Perspektive* für das Land Berlin ein und fragt nach der „Wirtschaftlichkeit der vom Land Berlin als Investition getätigten Zahlungen an eine AöR“ (RH 2024: 10). Die Studie des Landesrechnungshofs folgt dabei einer polarisierenden Grundidee. Obwohl die Rechnungshofstudie laut eigener Aussage einer „haushalterischen Sichtweise“ folgt (RH 2024: 7), zielen die Auswahl der untersuchten Entschädigungshöhen als auch in der Ausformulierung der Ergebnisse vor allem auf rechtliche Schlussfolgerungen. So werden die ausgewählten Entschädigungssummen von vornherein in einer polarisierenden Logik vorgestellt: Mit Bezugnahme auf die Vergesellschaftungsinitiative werden mit 8 bzw. 11 Mrd. € zwei sehr niedrig angesetzte Entschädigungssummen gleich mehrfach als „nicht verkehrswertorientiert“ beschrieben. Demgegenüber stehen die „verkehrswertorientierten“ Entschädigungssummen aus einer Senatsschätzung in Höhe von 29 bzw. 36 Mrd. €. Wenig überraschend haben diese Extrempole möglicher Entschädigungshöhen sehr unterschiedliche finanzielle Konsequenzen für das Land Berlin und werden in einer Entweder-oder-Logik bewertet.

Abbildung 1: Auswahl von Entschädigungssummen im Bericht Rechnungshofes zu Berlin

Entschädigungssumme in Mrd. €

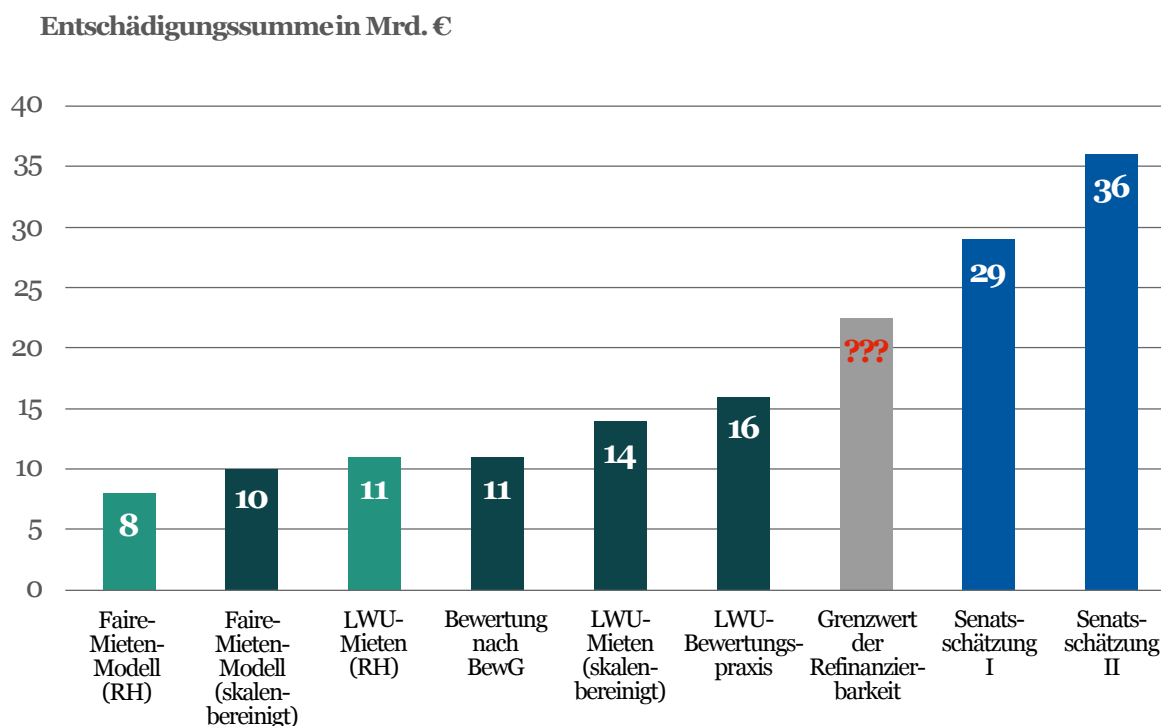


Rechnungshof von Berlin 2024: 12 f.

⁴ Im Modell des Rechnungshofes wird von einem Eigenkapital von 20 Prozent und einem Annuitätendarlehen mit konstanten Kapitaldienststraten und einem Finanzierungszeitraum von 32 Jahren ausgegangen. Die im Modell eingesetzten Zinskonditionen orientieren sich für öffentliche Darlehen (3,0% p.a.) und Unternehmensdarlehen (4,5% p.a.) an den marktüblichen Vergleichswerten. Die Bewirtschaftungskosten orientieren sich an den Pauschalen der II. Berechnungsverordnung (2,04 €/m²) und sehen eine jährliche Steigerung von 2% pro Jahr vor. Auch die Mieten (7,16 €/m²) sollen im Rückzahlzeitraum um 2% p.a. steigen.

Dabei übersieht der Rechnungshof, dass die Bestimmung der Entschädigungssumme durch DWE noch auf der Annahme von etwa 200.000 Wohnungen basierten, während die Schätzungen der Senatsverwaltungen von 240.000 Wohnungen ausgingen. Diese Skalenunterschiede berücksichtigend, hätten die DWE-Entschädigungsmodelle mit mindestens 10 Mrd. und 14 Mrd. € angesetzt werden müssen. Zudem begründet der RH seine Auswahl der Entschädigungssummen nicht und verweist unter anderem auf eine Veröffentlichung der Initiative, in der auch Entschädigungssummen benannt werden, die nach einer steuerrechtlichen Bewertung erfolgen (skalenangepasst 11 Mrd. €) oder sich an den Bewertungspraxis der landeseigenen Wohnungsunternehmen orientieren (skalenangepasst: 16 Mrd. €) (siehe Deutsche Wohnen & Co enteignen 2022: 245 ff.).

Abbildung 2: Entschädigungshöhen in den bisherigen Diskussionen zur Vergesellschaftung



Rechnungshof von Berlin 2024; Deutsche Wohnen & Co enteignen 2022: 245 ff.

Statt einer Untersuchung von polarisierten Extremwerten hätte sich der Landesrechnungshof in seiner Analyse auch an einem breiteren Spektrum verschiedener Annäherungen an einer Entschädigungssumme orientieren können, verzichtet aber auf diese konstruktive Vorgehensweise. Offensichtlich nicht angenommen hatte sich der Landesrechnungshof der Aufgabe, die maximal aus den Mietererträgen refinanzierbare Entschädigungshöhe zu ermitteln. Diese Lücke wird mit der hier vorliegenden Studie geschlossen. Ausgehend vom gemeinwirtschaftlichen Charakter des Vergesellschaftungsträgers untersuchen wir, welche Entschädigungssummen unter den Bedingungen einer sozialen Wohnungsbewirtschaftung der vergesellschafteten Bestände aus den Mieterträgen refinanziert werden können.

In seiner Grundausrichtung orientiert sich der Rechnungshof an der gemeinwohlorientierten Wohnungswirtschaft (Ansicht 7, S. 25ff.). Eine explizite Bezugnahme erfolgt darüber hinaus auf die sechs landeseigenen Wohnungsunternehmen, die im Bericht die Funktion einer `Benchmark` einnehmen, also als Vergleichsgröße herangezogen werden. Diese Vorgehensweise legt nahe, dass der Rechnungshof die zu gründende AöR im Sinne einer siebten öffentlichen Wohnungsgesellschaft einordnet und kann als Indiz gewertet werden, dass der Rechnungshof die Vergesellschaftung großer Wohnungsbestände auch organisatorisch für umsetzbar hält. Damit führt der Rechnungshof nicht nur die Argumentation der Expertenkommission weiter, die eine Vergesellschaftung für juristisch möglich hält. Er dokumentiert damit auch, dass er den Aufbau einer AöR zur Bewirtschaftung der vergesellschafteten Wohnungsbestände prinzipiell für tauglich hält; somit unterstützt der Rechnungshof im Kern die grundlegende

gesellschaftsrechtliche Ausrichtung des Vergesellschaftungsvorhabens.

Der Bezug des Rechnungshofes auf die sechs Landeswohnungsunternehmen ist aber mit Blick auf deren wirtschaftliche Ausrichtung nicht vollkommen überzeugend: Die Geschäftsmodelle der sechs Unternehmen ergeben sich aus ihrem Auftrag, ihre Wohnungsbestände langfristig in Form eines ambitionierten Neubauprogramms auszuweiten. Entsprechend benötigen diese Unternehmen kontinuierlich erhebliches zusätzliches Fremdkapital. Entsprechend werden an diese Gesellschaften branchenübliche Erwartungen hinsichtlich des Tilgungszeitraums und der Kapitaldienstfähigkeit gerichtet. Für die geplante AöR ist dagegen kein vergleichbares Expansionsziel vorgesehen, so dass hier längere Tilgungsfristen plausibel sind und ein moderaterer Kapitaldienstwert angenommen werden kann. Die vorliegende Studie folgt dem Rechnungshof zwar in der grundsätzlichen Konzeption, nimmt aber eine realitätsnähere Betrachtung von Aufwänden, Erträgen und Refinanzierungsbedingungen vor. Im Gegensatz zur „Investoren-Perspektive“ des Rechnungshofes (‘‘Welche Kosten bzw. Erträge für den Berliner Landeshaushalt sind von verschiedenen Entschädigungshöhen der Vergesellschaftung zu erwarten?’’), nehmen wir in unseren Berechnungen eine ‘‘Banken-Perspektive‘‘ ein (‘‘Welche Entschädigungssummen, sind aus den Mieterträgen refinanzierbar’’).

Mit den Berechnungen dieser Studie wollen wir zwei Lücken schließen:

Erstens gehen wir im Gegensatz zu den bisherigen Überlegungen nicht von vorab fixierten Entschädigungssummen aus, sondern versuchen aus einer Banken-Perspektive zu ermitteln, welche Entschädigungshöhe zu welchen Konditionen noch ohne dauerhafte öffentliche Zuschüsse refinanziert werden kann. Statt (wie der Rechnungshof) mit einer Discounted-Cash-Flow-Analyse (DCF) eine aktuelle Wertermittlung auf Basis zukünftig erwarteter Zahlungsströme zu kalkulieren, fragt die Banken-Perspektive mit einer Cash-Available-for-Debt-Service-Analyse (CADS) danach, ob der Schuldendienst aus den momentanen und künftigen Einnahmen getragen werden kann.

Zweitens berücksichtigen die von uns vorgenommenen Grenzwertermittlungen der Refinanzierbarkeit verschiedene Variationen des Finanzierungsmodells und beziehen unterschiedliche Laufzeiten, die Nutzung von Anleihenfinanzierungen, verschiedenen Einstiegsmietten und Bewirtschaftungsorientierungen in die Analyse mit ein. Während das ‘‘Faire-Mieten-Modell‘‘ und auch das ‘‘Modell der Refinanzierung bei sozialer Bewirtschaftung‘‘ die Entschädigungssummen mit eher groben Überschlagsrechnungen ermittelten und der Landesrechnungshof auf ein starres Berechnungsmodell mit einem festen Set an Parametern setzte, werden in der hier vorgenommenen Grenzwertermittlung verschiedene Konstellationen des Finanzierungsmodells selbst berücksichtigt⁵.

Auch wenn diese Untersuchung aus einer anderen Perspektive und mit einer anderen Intention erfolgt als die zuvor beschriebenen Herangehensweisen, bieten die drei Berechnungsmodelle wichtige Hinweise für die Entwicklung eines eigenständigen Analyseinstrumentes.

Wie alle bisherigen Berechnungen auch, gehen wir in unseren Analysen davon aus, dass die Spielräume für die Refinanzierung von Entschädigungssummen aus der Differenz von Erträgen (aus den Mieteinnahmen) und Aufwendungen (für die substanzsichernde Bewirtschaftung) bestimmt werden. Zudem übernehmen wir vom Landesrechnungshof die grundsätzliche Struktur der Cashflow-orientierten Betrachtung sowie zentrale Parameterannahmen (z. B. grobe Zinssätze, Kostenansätze)⁶, wenden diese jedoch in einem DSCR-basiertes Projektfinanzierungsmodell⁷ an, wie es in der bankenüblichen Praxis zur Bewertung der Kapitaldienstfähigkeit eingesetzt wird.

5 Der Landesrechnungshof gibt in seiner veröffentlichten Studie zwar an, im Rahmen von Sensitivitätsanalysen Variationen einzelner Parameter getestet zu haben, um die ‘‘Robustheit der Daten zu plausibilisieren’’, nicht jedoch, um verschiedenen Refinanzierungskomponenten selbst zu testen (Rechnungshof Berlin 2024: 14). So merkt etwa die Stellungnahme des DIW zum Bericht des Landesrechnungshofs kritisch an, das Optionen von ‘‘tilgungsfreien Darlehen‘‘ bisher nicht berücksichtigt wurden, die trotz negativer Auswirkungen auf den Terminal Value zu einer ‘‘erheblichen finanziellen Entlastung in der Detailplanungsphase‘‘ beitragen würde (DIW 2024: 5 f.).

6 Bestärkt wird die Orientierung an den Parametern des vom Rechnungshof genutzten Berechnungsmodells auch durch die Bewertungsstudie des DIW, in der die ‘‘sorgfältig ausgewählten Parameterwerte‘‘ und die ‘‘solide‘‘ Arbeitsweise am Bericht gelobt werden (DIW 2024: 11).

7 Als klassische Projektfinanzierung aus der Banken-Perspektive verstanden wird eine Refinanzierung von Erstellungskosten bzw. der Entschädigungssumme durch die Aufnahmen von Krediten bei Banken und anderen Kreditinstitutionen sowie Emission von Anleihen am Kapitalmarkt. Ob diese Herangehensweise für die Kostenvolumen einer Vergesellschaftung und die Größe der Bestände angemessen ist, kann wegen fehlender Erfahrungen mit diesen Größenordnungen nicht verlässlich eingeschätzt werden.

Konkrete Ziele der Studie sind:

- 1) Exemplarische Modellierung von verschiedenen Varianten der Mietentwicklung, Bewirtschaftung und Refinanzierung und dadurch Darstellung von Szenarien für die Finanzierung daraus abgeleiteter Entschädigungssummen.
- 2) Entwicklung eines nachvollziehbaren und anwendungsfähigen Berechnungstools zur Analyse weiterer Variationen von ausgewählten Parametern
- 3) Zusammenstellung eines übersichtlichen Dossiers der ausgewählten Parameter, die im Berechnungstool genutzt werden.
- 4) Durchführung von Sensitivitätsanalysen für ausgewählte Parameter (z.B. Welchen Einfluss hat die Verlängerung der Tilgungslaufzeit für die Miete bzw. die Entschädigungssumme? Wie wirkt sich eine regelmäßige Mieterhöhung in den gegebenen Refinanzierungsvarianten auf die refinanzierbare Entschädigungshöhe aus? Welchen Effekt hätte eine Veränderung der Instandsetzungsausgaben für die Miethöhe bzw. die Entschädigungssumme?)

Die Grundstruktur des Berichts sieht nach einer Darstellung der konzeptionellen Vorüberlegungen (Kapitel 2) zunächst eine dreigeteilte Darstellung verschiedener Variationen für die Erträge (Kapitel 3) und Aufwendungen (Kapitel 4) sowie von Refinanzierungsoptionen inklusive einer Darstellung des Rechenmodells (Kapitel 5) vor. In den darauffolgenden Kapiteln erfolgt eine Modellierung von verschiedenen Refinanzierungsvarianten (Kapitel 6). Im Anhang findet sich ein Dossier der von uns genutzten Parameter und Kennzahlen (Anhang).

Zusammengefasst, sind die Ziele der Kurzstudie wie folgt: (1) Abschätzung von verschiedenen Parametern der Bewirtschaftung und der Refinanzierung auf die Höhe der Entschädigungssumme, die aus den laufenden Mieterträgen refinanziert werden kann. Ausgehend von den Analysen der verschiedenen Parameter soll ein (2) variierbares Rechenmodell entwickelt werden, in dem die Effekte von Veränderungen einzelner Parameter getestet werden können.

2. Grundlagen der Refinanzierung: Erträge, Aufwendungen und Refinanzierungsspielräume

Im Mittelpunkt der Studie steht der Zusammenhang von Miethöhen und den Refinanzierungsoptionen für die Entschädigungssummen bei der Umsetzung eines Vergesellschaftungsvorhabens. Zentrale Elemente des Modells sind die (1) Erträge, (2) die Aufwendungen zur Bewirtschaftung sowie (3) verschiedene Varianten der Finanzierung. Im Kern geht das Modell davon aus, dass sich die regelmäßigen Refinanzierungsbeträge (z.B. für Zins und Tilgung) aus der Differenz von Erträgen und Bewirtschaftungsaufwendungen ergeben:

Als **Erträge** werden in dieser Studie die Nettokaltmieteinnahmen verstanden. Während in den klassischen Bewirtschaftungsberechnungen von Wohnimmobilien die Gesamteinnahmen aus Grundmieten und Betriebskosten allen Bewirtschaftungsaufwendungen gegenübergestellt werden⁸, konzentriert sich die Analyse dieser Studie auf die Nettokaltmieten. Eine ähnliche Vorgehensweise wird auch in den Kalkulationen der meisten Förderprogramme gewählt, wenn etwa die degressiven Förderverläufe mit planmäßigen Mieterhöhungen ausgeglichen werden. Diese Herangehensweise korrespondiert auch mit den wohnungswirtschaftlichen Analysen von Marktdynamiken, die auch in der Regel die Preisentwicklungen von Nettokaltmieten in den Blick nehmen. Aus der Perspektive der Wohnungsbewirtschaftung stehen die Nettokaltmieteinnahmen für den Ertrag, aus dem der Aufbau des Vermögens erfolgt oder der Gewinn gezogen wird. Aus der Perspektive von Mieter*innen stehen die Nettokaltmieten für einen Teil der Wohnkosten, die im Verhältnis zu den verfügbaren Einkommen die Leistbarkeit des Wohnen bestimmen. Für das Vergesellschaftungsvorhaben berücksichtigt werden müssen dabei zwei zueinander gegenläufige Prinzipien: Je höher die Erträge – aber auch die Mietkosten –, desto größer die Spielräume für die Refinanzierung einer Entschädigung. Zugleich gilt: Je niedriger die Erträge, desto geringer die Wohnkosten und desto wahrscheinlicher die Leistbarkeit – aber desto geringer die mögliche Entschädigungssumme.

Als **Aufwendungen zur Bewirtschaftung** werden in dieser Studie die für die Bewirtschaftung der Wohnungsbestände notwendigen Ausgaben verstanden, die nicht von den Betriebskosten gedeckt sind. Dazu zählen insbesondere die für die Verwaltung der Wohnungen notwendigen Personalkosten, eine Mietausfallwagnis, die Ausgaben für Instandsetzungsarbeiten und weitere Ausgaben, die zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebes notwendig sind (z.B. Mieten für Büros, Fahrzeuge, Werkzeuge, IT-Infrastruktur etc.). Weil das Ziel der Studie unter anderem darin besteht, die Spielräume für eine Refinanzierung der Entschädigung zu ermitteln, werden die regelmäßigen Zahlungen an Zinsen und sonstige Finanzierungskosten in den Bewirtschaftungsaufwendungen nicht erfasst. Das entspricht im Übrigen auch den Überlegungen der wohnungswirtschaftlichen Berechnungen der Wohnraumförderung und unterscheidet bei den laufenden Aufwendungen zwischen „Kapitalkosten“ und „Bewirtschaftungskosten“ (II. BV, §18).⁹

Aus der Perspektive der Wohnungsbewirtschaftung werden aus den Bewirtschaftungskosten die tatsächlichen Aufwendungen für den Betrieb und Unterhalt getragen. Zugleich verringert sich mit steigenden Bewirtschaftungskosten der Anteil des Ertrages, der zum Vermögensaufbau bzw. zur Gewinnerzielung eingesetzt werden kann. Aus der Perspektive von Mieter*innen bestimmen die Bewirtschaftungskosten wesentliche Aspekte der Wohnqualität. Unkompliziert und persönlich erreichbare Ansprechpartner*innen in der Verwaltung, eine schnelle Bearbeitung von Anliegen und auch eine intensive Pflege der Bestände und eine umfassenden Beseitigung von Schäden stehen dabei nicht nur für eine hohe Wohnzufriedenheit (Analyse & Konzepte 2018: 13), sondern auch für höhere Ausgaben im Bereich der Wohnungsbewirtschaftung.

Auch für den Bereich der Aufwendungen steht das Vergesellschaftungsvorhaben vor einem Abwägungsprozess zwischen möglichst hohen Aufwendungen für die Bewirtschaftung, um auf der einen Seite einen hohen Standard der Instandhaltung und des Mieterservices zu gewährleisten und möglichst geringen

⁸ So werden z.B. in den Gewinn- und Verlustrechnungen (GuV) nach HGB „Aufwendungen für bezogenen Lieferungen und Leistungen“, „Personalaufwendungen“ und „sonstige betrieblichen Aufwendungen“ unterschiedenen, die sowohl Anteile von Nettokaltmieten als auch von Betriebskosten enthalten können (Reiß 1996: 608).

⁹ Abweichend von den Orientierungen der Zweiten Berechnungsverordnung werden in den Berechnungen dieser Studie keine Abschreibungskosten in den laufenden Aufwendungen berücksichtigt, weil – im Gegensatz zu den Förderprogrammalkulationen – die Tilgung von aufgenommenen Geldmitteln in den Finanzierungskosten verrechnet werden.

Ausgaben für die Bewirtschaftung auf der anderen Seite, um die Spielräume der Finanzierung des Vorhabens auszuweiten und einen möglichst hohen Anteil der Entschädigungssummen aus den laufenden Mieteinnahmen zu refinanzieren.

Als **Refinanzierungsoptionen** werden in der Studie die verschiedenen Varianten verstanden, die für eine Zahlung von Entschädigungsansprüchen einer Vergesellschaftung von großen Wohnungsbeständen genutzt werden können. Ausgehend von den Modellberechnungen einer klassischen Projektfinanzierung mit Fremdmitteln, werden dabei verschiedene Variationen von den Parametern Eigenkapitalanteil, Laufzeiten, Tilgungsmodalitäten und Zinskonditionen einbezogen. Aus der Perspektive der kommerziellen Wohnungswirtschaft wird meist eine möglichst zügige Tilgung angestrebt, weil eine schnelle Rückzahlung des aufgenommenen Betrages durch die zeitliche beschränkte Zinsbindung eine größere Planungssicherheit über die langfristige Kostenentwicklung ermöglicht und zudem die Gesamtzinslast der Refinanzierung zu Gunsten des Vermögensaufbaus verschiebt. Aus der Perspektive von Mieter*innen hingegen können langfristig angelegte Refinanzierungspläne von Vorteil sein, weil sie die regelmäßig zu zahlenden Beträge (und damit die Miethöhen) reduzieren. Das Vergesellschaftungsvorhaben soll sich ohne regelmäßige Zuschüsse aus dem öffentlichen Haushalt aus den Mieterträgen finanzieren. Die Refinanzierungsoptionen müssen also einerseits sicherstellen, dass der Schuldendienst als Gesamtheit der Refinanzierungsaufwendungen aus den laufenden Erträgen gedeckt wird und zugleich eine dem Vergesellschaftungsziel entsprechende soziale Bewirtschaftung ermöglicht wird. Gesucht werden demnach Refinanzierungsoptionen, die mit möglichst geringen regelmäßigen Aufwendungen einen möglichst hohen Refinanzierungsbeitrag leisten.

Das **Grundmodell dieser Studie** geht von einem Zusammenhang von Erträgen, Bewirtschaftungsaufwendungen und Refinanzierungsspielräumen aus, die dann jeweils in Abhängigkeit der Refinanzierungsoptionen eine bestimmte Entschädigungssumme ermöglichen. Die Berechnungen können dabei in beide Richtungen vorgenommen werden.

Zum einen kann die Höhe der Entschädigungssumme ermittelt werden, die unter spezifisch festgelegten Bedingungen (Bewirtschaftung & Refinanzierungsoptionen) mit jeweils festgelegten Mietpreisen refinanziert werden kann. Zum anderen kann in dem Modell berechnet werden, welchen Effekt verschiedene Entschädigungshöhen unter jeweils spezifischen Bedingungen (Bewirtschaftung und Refinanzierungsmodell) auf die Miethöhe hätten.

3. Erträge aus der Bewirtschaftung

Erträge stellen die wirtschaftliche Basis der Immobilienbewirtschaftung dar. Im Wesentlichen handelt es sich dabei um Mieteinnahmen. Zwei Dimensionen bestimmen die Ermittlung der Ertragswerte bei den zu vergesellschaftenden Wohnungsbeständen: die **Ausgangsmiete** und der jährliche **Mietsteigerungsfaktor** (Dynamisierungswert).

- Die Ausgangsmiete wird als durchschnittliche Nettokaltmiete/Quadratmeter/Monat angegeben, die in dem Modell berücksichtigt wird. Im Folgenden werden auf Basis unterschiedlicher zum Jahresende 2023 dokumentierter empirisch vorliegender Werte drei rechnerische Ausgangsmieten hergeleitet (6,00 €, 7,00 € und 8,00 € nettokalt/Quadratmeter).
- Der Mietsteigerungsfaktor stellt die jährliche prozentuale Steigerung dar, um die die Mieterträge im Durchschnitt für den gesamten Wohnungsbestand anwachsen. Da höhere Mietsteigerungsfaktoren in unserem Grundmodell nur einen geringen Effekt auf die potenziell refinanzierbare Entschädigungshöhe haben, beschränken wir uns in der Kalkulation der verschiedenen Finanzierungsvariationen im Interesse einer sozialen Bewirtschaftung auf die notwendigen Mietsteigerungen in der Höhe von 1% pro Jahr.

3.1. Ausgangsmieten

In Anbetracht der voraussichtlich zu vergesellschaftenden Wohnungsbestände – die vornehmlich größere zusammenhängende Quartiere ehemals öffentlicher Wohnungen sowie Wohneinheiten in zentrumsnahen Altbaubeständen umfassen (Bernt/Holm 2023: 15 ff.) – bieten die derzeitigen landeseigenen Wohnungsbestände Berlins als Ausgangspunkt eine wichtige Orientierung bei den Mietpreisen. Hinsichtlich der Zahl wird in Anlehnung an den Rechnungshof von Berlin von insg. etwa 240.000 zu vergesellschaftenden Wohneinheiten (WE) ausgegangen (Quelle: RH 2024).

Die Mehrzahl der hier vorgeschlagenen **Orientierungswerte für Mietpreise** liegt unterhalb der berlinweiten ortsüblichen Vergleichsmiete, da davon ausgegangen wird, dass eine Überführung der Wohnungsbestände in Gemeineigentum das Interesse der Allgemeinheit insoweit zu berücksichtigen hat, als dass die Mietpreise nicht über dem Berliner Durchschnitt liegen sollten. Die ortsübliche Vergleichsmiete (OVM) betrug zu Ende 2023 berlinweit durchschnittlich 7,21 €/qm (Quelle: Mietspiegel 2024). Als Maximalwert für die vorgelegten Berechnungen wird zur Orientierung aber der durchschnittliche Status-quo-Mietpreis bei den großen privaten Immobilienunternehmen angegeben, die wohl als sichere Vergesellschaftungskandidaten gelten können, da sie über 3.000 WE in Berlin in ihrem Eigentum haben (Bernt/Holm 2023: 8 ff.). Die letzten vorliegenden Daten über diesen Bestand stammen aus dem Jahr 2021 (damals 7,63 €/qm) und können – legt man auch für diese Bestände die durchschnittliche jährliche Steigerung von Mietpreisen von rd. 2 Prozent jährlich zugrunde, wie es stadtweit für die OVM gilt – für Ende 2023 mit etwa 7,94 €/qm angenommen werden. Es wird hier daher angenommen, dass die zu vergesellschaftenden Bestände aktuell durchschnittlich zu diesem Preis vermietet werden.

Tabelle 1 führt sieben verschiedene Mietpreise pro Quadratmeter auf, die als plausible Ausgangsannahme im Sinne der vorhandenen Wohnungsbestände gelten können (Varianten A – G). Die Spanne reicht von den mittleren Aufwendungen für eine Bewirtschaftungskosten deckende Miete der großen gemeinwohlorientierten Wohnungsunternehmen in Berlin und Wien¹⁰ in der Höhe 5,53 €/m² bis hin zur derzeitigen Durchschnittsmiete in großen zu vergesellschaftenden Beständen (7,94 €/qm, s.o.). Weitere Varianten orientieren sich an den Mietpreisen bei Berliner Genossenschaften (Variante B), den landeseigenen Wohnungsunternehmen (Variante C), den Durchschnittsmieten aller BBU Mitgliedsunternehmen (Variante D), den aktuellen Mietvorgaben der Berliner Wohnungsbauförderung (Variante E) und der ortsüblichen Vergleichsmiete (Variante F).

¹⁰ Analysiert wurden dabei alle tatsächlichen Ausgaben und Aufwendungen der landeseigenen Wohnungsunternehmen in Berlin (LWU), von ausgewählten großen Genossenschaften in Berlin (WBG) und von Wiener Wohnen inklusive Kapitaldienstzahlungen, die als Bewirtschaftungskosten zusammengefasst wurden. Der Mittelwert der bewirtschaftungskostendeckenden Mieten im Jahr 2022 betrug 5,42 €/m² - die tatsächlich verlangte Mieten der untersuchten Wohnungsunternehmen waren höher, weil insbesondere die LWU und die WBG in Berlin höhere Mieten verlangten, als zur Deckung ihrer Aufwendungen notwendig gewesen wäre. (Holm u.a. 2024: 48 ff.).

Tabelle 1: Übersicht über tatsächliche Ausgangsmietpreise im Jahr 2023

Variante	Miete in €/m ²	Name des Variante	Definition	Quelle	Kommentar
A	5,53	Mittelwertszenario Gemeinwohl	Mittelwert Nettobetrag der Aufwendungen von LWU, großen Genossenschaften in Berlin sowie der Wiener Wohnen; basierend auf Daten von 2022 (ursp. 5,42 €); Anpassung: Erhöhung um 2 %	Holm u.a. 2024: 51	Hohe Plausibilität, zugleich hohe Differenz zur derzeitigen Miete
B	6,08	BBU Genossenschaften 2023	Der BBU führt die Mieten seiner Mitgliedsunternehmen getrennt nach Genossenschaften und anderen privatwirtschaftlichen Unternehmen auf. Für die Berliner Genossenschaften, die Mitglied im BBU sind, weist der Verband für 2023 eine Durchschnittsmiete von 6,08 € aus: „In unterschiedlicher Ausprägung stiegen die BBU-Bestandsmieten je nach Gesellschaftsform für Mieter von BBU-Genossenschaftswohnungen um durchschnittlich 2,4 Prozent gegenüber dem Vorjahr auf 6,08 €/m ² “	BBU 2024	Gute Vergleichbarkeit, da Bewertungsprinzipien der Genossenschaften gut an die Verg.-AöR angeschlossen sein könnten
C	6,46	LWU 2023	Durchschnittsmiete (Nettokaltmiete, Soll) der kooperationsrelevanten Wohnungen der LWU beträgt im Geschäftsjahr 2023 6,46 €/m ²	Gesamtbericht der LWU 2024 (Daten 2023)	Gute Vergleichbarkeit der LWU-Bestände mit den zu vergesellschaftenden Beständen
D	6,64	BBU 2023	Die durchschnittliche Bestandsmiete der Berliner BBU-Mitgliedsunternehmen hat sich zum 31. Dezember 2023 auf 6,64 Euro pro Quadratmeter und Monat nettokalt erhöht.	BBU 2024	Nachvollziehbare Orientierung für stadtpolitische Zielrichtung
E	7,00	WBF 2023/ WBS 140	Die aktuelle Wohnungsbauförderung des Landes Berlin sieht im Fördermodell 1 zukünftig eine Einstiegsmiete für Haushalte, die über einen WBS-Nachweis WBS 140 verfügen von 7,00 €/qm vor.	SenSBW 2023	Ausdruck von Zielmieten in unter sozialen Gesichtspunkten gefördertem Wohnraum
F	7,21	OVM 2023	Berlinweite Durchschnittsmiete nach Miet Spiegel, veröffentlicht im April 2024	SenSBW 2024a	Maximalwert; höherer Preis als der berlinweite Durchschnitt ist nicht vertretbar
G	7,94	Durchschnitt der zu vergesellschaftenden Bestände 2023	In der Studie „Vergesellschaftung senkt die Miete“ wird für Ende 2021 ein Durchschnittsmietpreis von 7,63 €/qm für Bestände dokumentiert, die wohl als sichere Vergesellschaftungskandidaten gelten können. Dieser Wert wird annäherungsweise analog zur OVM fortgeschrieben mit 2 % p.a. (Annäherung: Steigerung der OVM zw. 2021 (6,79 €/qm Sept 2020) zu 7,21 (Ende 2023) entspricht rd. 2 % p.a.)	Bernt/Holm 2023	Orientierungswert der aktuellen Mietpreise; nur zum Vergleich geeignet

Aufgrund der Ähnlichkeit der zu vergesellschaftenden Bestände mit den oben beschriebenen Erhebungszusammenhängen, eignen sich die Varianten B, C, E und G als Eck- und damit Ausgangspunkte für die weitere Modellierung. Für eine einfachere Nachvollziehbarkeit werden die vier Werte im Weiteren geglättet, so dass für das Modell mit 0,50 €/m²-Schritten zwischen Nettokaltmietpreisen 6,00 €/m² und 8,00 €/m² gerechnet wird.

3.2. Mietsteigerungsdynamik

Auch wenn in vielen wohnungspolitischen Diskussionen Perspektiven eines vollständigen Mietenstopps eingefordert werden, müssen insbesondere bei Neubauten und bei laufenden Refinanzierungsverpflichtungen wirtschaftliche Rahmenbedingungen der Wohnraumbewirtschaftung angemessen berücksichtigt werden. Dazu gehört, dass sich im Zeitverlauf die notwendigen Ausgaben aus betriebswirtschaftlichen Erfordernissen und makroökonomischen Rahmenbedingungen erhöhen. Für die zugrundeliegende Modellrechnung werden durchschnittliche Ertragsentwicklungen über den Gesamtwohnungsbestand hinweg betrachtet, im Sinne einer sich verändernden Ist-Miete des Bestands. Es liegen Durchschnittswerte zugrunde, die durchaus unterschiedlich auf die Haushalte der Mietenden verteilt werden können¹¹.

Angelehnt an die Quadratmeterpreise wird auch die jährliche Steigerung der Mieten aus den tatsächlich beobachtbaren Entwicklungen in Berlin abgeleitet. Die Spanne einer Dynamisierung, die für die zu vergesellschaftenden Bestände in Frage käme, reicht von 0,0 % Steigerung bis zu 3,6 % Steigerung jährlich. Variante 1 und 5 stellen dabei den Rahmen der Betrachtung im Sinne von theoretischen Minimal- bzw. Maximalwerten dar, eignen sich aber kaum für eine seriöse Einschätzung der zu prognostizierenden Dynamisierung. Variante 1 (0,0 % Steigerung) ermöglicht keinen Substanzerhalt der Bestände, da steigende Kosten bei Personal und Bewirtschaftung nicht aufgefangen werden können. Auch eine erhoffte Effizienzsteigerung der Bewirtschaftung dürfte über lange Frist nicht realistisch sein und daher eine Dynamisierung erfordern. Die einzige Möglichkeit, eine Dynamisierung der Mieten zu verhindern, läge in öffentlichen Zuschüssen.

¹¹ Eine durchschnittlicher Mietertrag von 7,00 €/m² ließe sich auch in einer einkommensabhängigen Kombination verschiedener Mietpreise erreichen. Z.B. 25% mit Nettokaltmieten von 5,00 €/m², 45% mit 7,00 €/m², 20% mit 8,50 €/m² und 10% mit 9,00 €/m².

Tabelle 2: Dynamisierungsfaktoren inkl. Begründungen für jährliche Mieterhöhungen

Variante	Faktor in %	Name des Faktors	Definition	Quelle	Kommentar
1	0,0	Stagnation/ Substanzverlust	Dauerhaftes Einfrieren der Mietpreise	Keine Quelle	Schwer vermittelbar, da ohne Mittelzuführung von dritter Seite dauerhaft kein Substanzerhalt der Bestände möglich
2	1,0	Mietenfaktor RH 1	Vorschlag des Berliner Rechnungshofs; Mieterhöhungen S. 26	Rechnungshof von Berlin 2024	Maßvolle Steigerung, vermutlich unterhalb der Teuerungsrate; für Gemeinwirtschaft geeignet
3	1,43	WBS 140 Steigerung	Ermittelt in Anlehnung an Steigerung bei WBS 140 (alle 2 Jahre um 20 ct.); da absolute Steigerung, WBS-Faktor tatsächlich leicht degressiv ¹²	SenSBW 2023: 3149	Steigerung, die im Zusammenhang mit sozialer Wohnraumversorgung als angemessen angesehen wird
4	2,0	Mietenfaktor RH 2	Vorschlag des Berliner Rechnungshofs; Mieterhöhungen S. 26	Rechnungshof von Berlin 2024: 26	Steigerung, entsprechend der EZB-Inflationvorgabe
5	3,6	Bündnis-Steigerung	Berliner Bündnis für Wohnungsneubau und bezahlbares Wohnen sieht statt der in Berlin möglichen 15 % in 3 Jahren „nur“ 11 % Mietsteigerung in 3 Jahren vor (ergibt 3,6 % p.a.)	SenSBW 2024: 7	In Berlin für Bündnisbestände derzeit maximale Steigerung – allerdings nur bis zur OVM.

Variante 5 eignet sich ebenfalls nur als formaler Orientierungswert. Bei einer jährlichen Steigerung von 3,6 %, die nahe an dem gesetzlich zulässigen Maximum liegt – in Berlin 15 % in 3 Jahren bis zur OVM (5 % p.a.) – wäre schwerlich erklärbar, wie die Ziele der Gemeinwirtschaft erreicht werden könnten, wenn das gesetzlich vorgesehene Maximum dauerhaft ausgeschöpft würde. Die Varianten 2 – 4 bieten sich als Mittelwerte an. Sie entsprechen den Vorschlägen des Rechnungshofs von Berlin sowie den Richtlinien zu Wohnungsbauförderungen, die Mietsteigerungen in Wohnungen abbilden, die nur mit Wohnberechtigungsschein bezogen werden können. Da in den Testkalkulationen des Grundmodells höhere Mietsteigerungsfaktoren keine Effekte auf den potenziellen Entschädigungsbetrag hatte, verzichten wir im Sinne einer sozialen Mietpreisgestaltung in den hier vorgestellten Variationen auf Mietsteigerungsdynamiken, die das notwendige Maß zur Kompensation der steigenden Bewirtschaftungsausgaben übersteigen und orientieren uns im Grundmodell (30 Jahre Laufzeit, branchenüblichen Finanzierungsbedingungen) an einem Mietsteigerungsfaktor von 1 Prozent pro Jahr.¹³

¹² Die Förderbestimmungen des Landes Berlin sehen im Rahmen der Mietpreisbindung eine Erhöhung aller zwei Jahre um 0,20 €/m² vor. Bei einer Einstiegsrente entspricht diese Erhöhung nach zwei Jahren einem Anstieg von 2,86 Prozent – auf ein Jahr umgerechnet entspricht das einer Steigerung um 1,43 Prozent. Da mit jeder Mieterhöhung der Ausgangsbetrag steigt, verringert sich der prozentuale Mieterhöhungsfaktor von den mit festem Betrag festgelegten Erhöhungen. Im Jahr 14 nach der Bezugsfertigkeit beispielsweise würde die mietpreisgebundene Mieten von 8,20 €/m² um 0,20 €/m² auf 8,40 €/m² steigen. Dieser Anstieg entspricht einem Plus von 2,44 Prozent - bezogen auf eine jährlichen Betrag also 1,22 Prozent. (SenSBW 2023: 3149)

¹³ Da wir im Grundmodell einen inflationsbedingten Anstieg der Bewirtschaftungsaufwendungen von 2% pro Jahr unterstellen, müssen bei Einstiegsrenten von 6,00 €/m² und einer 30jährigen Laufzeit die Mieterhöhungen 1% Prozent pro Jahr betragen, um über die gesamte Laufzeit eine Refinanzierung gewährleisten zu können. Bei Variationen mit einer Laufzeit von 60 Jahren ist ein Mietsteigerungsfaktor von 1,2 Prozent notwendig, um die steigenden Bewirtschaftungskosten zu kompensieren. Bei 90 Jahren Laufzeit liegt der notwendige Mietsteigerungsfaktor bei 1,7 Prozent pro Jahr.

3.3. Faktorenkombination zur Ermittlung zukünftiger Ertragswertentwicklungen

Die oben dargelegten empirisch beobachtbaren Mietpreise sowie die tatsächlichen Mietpreissteigerungen werden hier zu einer Übersicht verdichtet, die als Grundlage für die Modellierung der zukünftigen Summe der Erträge aus der Immobilienbewirtschaftung dient. Es werden geglättete Werte herangezogen, die sich im Mittel der oben genannten Spannen bewegen. Die Extremwerte werden dabei ausgeklammert, da sie wirtschaftlich und/oder mit dem Zweck der Gemeinwirtschaft nicht vermittelbar sind, auch wenn sie gesetzlich zulässig sein mögen.

Durch die Kombination fünf unterschiedlicher Mietpreisannahmen mit drei Mietsteigerungsfaktoren entsteht die folgende Modellmatrix zur Darstellung der Ertragswertentwicklungen:

Tabelle 3: Faktorenkombination zur Ertragswertermittlung

	Steigerungsfaktor: 1 %	Steigerungsfaktor: 1,5 %	Steigerungsfaktor: 2,0 %
Mietpreis / qm I (6,00 €)	I a (6,00 € x 1,0 %)	I b (6,00 € x 1,5 %)	I c (6,00 € x 2,0 %)
Mietpreis / qm II (6,50 €)	II a (6,50 € x 1,0 %)	II b (6,50 € x 1,5 %)	II c (6,50 € x 2,0 %)
Mietpreis / qm III (7,00 €)	III a (7,00 € x 1,0 %)	III b (7,00 € x 1,5 %)	III c (7,00 € x 2,0 %)
Mietpreis / qm IV (7,50 €)	IV a (7,50 € x 1,0 %)	IV b (7,50 € x 1,5 %)	IV c (7,50 € x 1,5 %)
Mietpreis / qm V (8,00 €)	V a (8,00 € x 1,0 %)	V b (8,00 € x 1,5 %)	V c (8,00 € x 2,0 %)

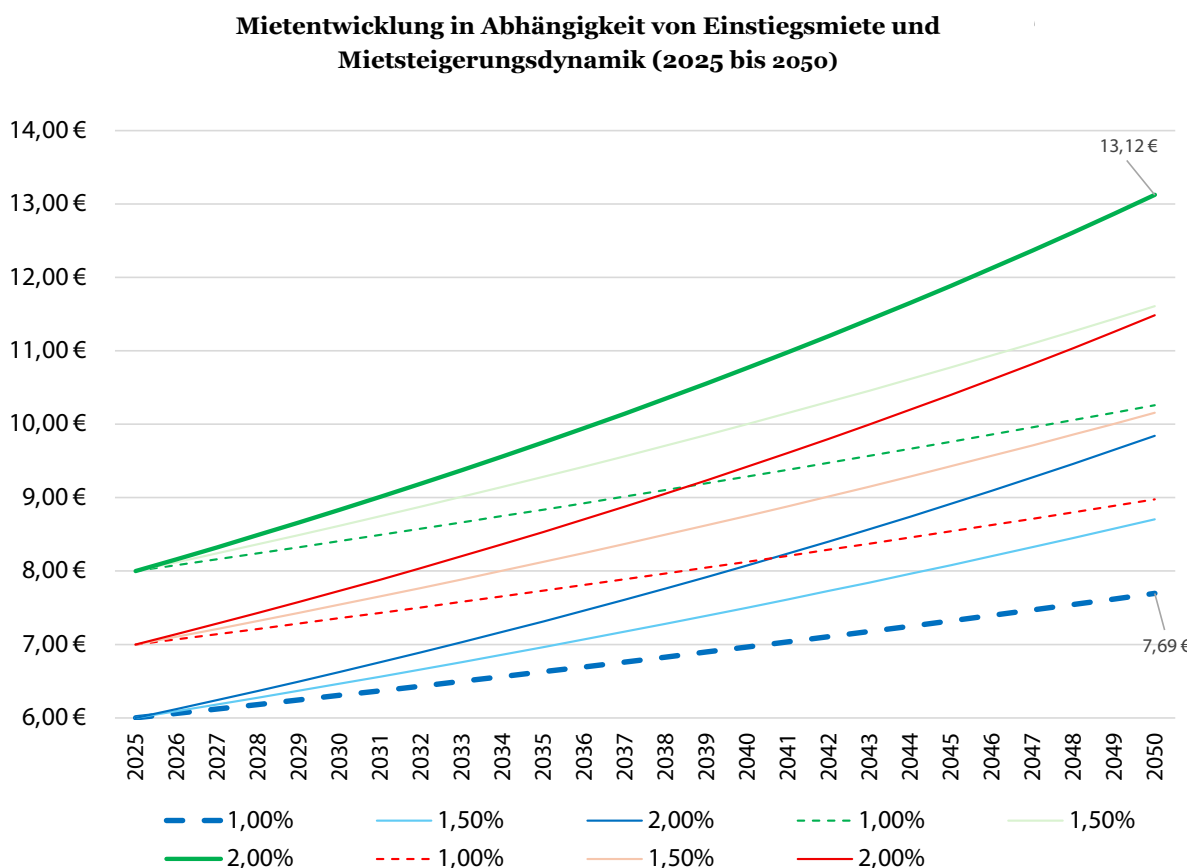
Quelle: eigene Annahmen

Im Weiteren lassen sich die Szenarien I a bis V c in die Modellüberlegungen einfügen. Die zwölf verschiedenen möglichen Kombinationsmöglichkeiten zeigen erst im Zeitverlauf ihre Wirkung.

Es kann wirtschaftlich und versorgungspolitisch sinnvoll sein, einen höheren Mietpreis anzunehmen, dafür aber einen geringeren Steigerungswert vorzusehen (bspw. Szenario III a), als einen geringeren Mietpreis zugrunde zu legen, auf den dann aber aufgrund wirtschaftlicher Erwägungen ein höherer Steigerungsfaktor anzulegen wäre (bspw. Szenario I c). In diesem Fall würden die Mietenden in den ersten 16 Jahren bei Szenario I c günstigere Mieten zahlen als unter der Annahme von Szenario III a. Im 17. Jahr kehrt sich der Effekt um (siehe Abbildung 3).

Insbesondere in der langfristigen Entwicklung wird deutlich, dass die Mietsteigerungsdynamiken der verschiedenen Kalkulationsvarianten einen größeren Einfluss auf künftige Mietpreisniveaus haben, als die Einstiegsmietten.

Abbildung 3: Einstiegsrente, Mietsteigerungsdynamik und Mietentwicklung



Eigene Berechnung auf Basis der Faktorenkombination

Da unter den Bedingungen einer vollständigen Bedienung des Schuldendienstes aus den Erträgen der Schuldendienstdeckungsgrad (DCSR) der ersten Rückzahlungsjahre die maximale Höhe der Entschädigungssumme maßgeblich bestimmt, sind künftige Mieterhöhungen keine Hebel, um eine höhere Entschädigungssumme bedienen zu können. Eine 1-prozentige Mieterhöhung pro Jahr hingegen wird als notwendig angesehen, um die steigenden Ausgaben für die Bewirtschaftungskosten (Verwaltung, Instandhaltung etc.) auszugleichen und den potenziellen Schuldendienstbetrag über einen langen Zeitraum stabil zu halten¹⁴. Um wirtschaftlich nicht notwendige Mieterhöhungen zu vermeiden und eine soziale Vermietung dauerhaft sicherzustellen, kalkulieren wir in den hier erarbeiteten Variationen mit einer Laufzeit von 30 Jahren ausschließlich mit der Variante eines Mietsteigerungsfaktors von 1 Prozent pro Jahr. Bei Finanzierungsvarianten mit einer Laufzeit von 60 Jahren haben wir einen Mietsteigerungsfaktor von 1,2 Prozent pro Jahr eingesetzt und bei Laufzeiten von 90 Jahren von jährlich 1,7 Prozent.

¹⁴ Unterstellt wird bei dieser Kalkulation eine inflationsbedingter Preisanstieg der Bewirtschaftungsausgaben von 2% pro Jahr. Sollten dieser Preisanstieg geringer ausfallen, könnten die jährlichen Mieterhöhungen auf den entsprechenden Erhöhungsbetrag der Bewirtschaftungsausgaben abgesenkt werden.

4. Bewirtschaftungsaufwendungen

In diesem Abschnitt werden drei verschiedene Varianten vorgestellt, die Bewirtschaftungsaufwendungen abschätzen, die als notwendige Ausgaben die Höhe der Refinanzierungsspielräume von Entschädigungszahlungen stark beeinflussen. Die Varianten werden im Folgenden als “Bewirtschaftung Basis”, “Bewirtschaftung LWU” und “Bewirtschaftung Plus” betitelt, um darzulegen, dass die Art und Weise der Bewirtschaftung erheblichen Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung nimmt. In jeder Variante werden die Aufwendungen von der angenommenen Miethöhe abgezogen, um dadurch den verbleibenden Refinanzierungsspielraum zu ermitteln.

4.1. Basiskalkulationen auf der Basis von pauschalierten Orientierungswerten

Die Basiskalkulation der Bewirtschaftungsaufwendungen orientiert sich an den Berechnungsgrundsätzen der laufenden Aufwendungen, wie sie in der “Verordnung über wohnungswirtschaftliche Berechnungen nach dem Zweiten Wohnungsbaugesetz” (II. Berechnungsverordnung) vorgenommen werden.

Bei der Analyse der laufenden Aufwendungen wird in diesem Modell zwischen Bewirtschaftungskosten („die Kosten, die zur Bewirtschaftung des Gebäudes oder der Wirtschaftseinheit laufend erforderlich sind“, II. BV, § 24) und den Kapitalkosten („die Kosten, die sich aus der Inanspruchnahme der (...) Finanzierungsmittel ergeben“, II. BV, § 19) unterschieden.

Als Bewirtschaftungskosten werden in dieser Studie insbesondere die folgenden Kosten berücksichtigt:

- Verwaltungskosten („die Kosten der zur Verwaltung des Gebäudes oder der Wirtschaftseinheit erforderlichen Arbeitskräfte und Einrichtungen, die Kosten der Aufsicht sowie der Wert der vom Vermieter persönlich geleisteten Verwaltungsarbeit.“, II. BV, §26).
- Instandhaltungskosten („die Kosten, die während der Nutzungsdauer zur Erhaltung des bestimmungsmäßigen Gebrauchs aufgewendet werden müssen, um die durch Abnutzung, Alterung und Witterungseinwirkung entstehenden baulichen oder sonstigen Mängel ordnungsgemäß zu beseitigen.“, II. BV, § 28).
- Mietausfallwagnis („das Wagnis einer Ertragsminderung, die durch uneinbringliche Rückstände von Mieten, Pachten, Vergütungen und Zuschlägen oder durch Leerstehen von Raum, der zur Vermietung bestimmt ist, entsteht.“, II. BV, §29). Das Mietausfallwagnis wird mit 2% der Nettokaltmiete veranschlagt.
- Nicht umlagefähige Betriebskosten (Unkosten und Aufwendungen der Bewirtschaftung, die weder durch die Verwaltungskosten noch durch die Instandhaltungspauschale abgedeckt werden und nicht als laufende Kosten nach der BetrKV als Betriebskosten abgerechnet werden können). Diese nicht umlagefähigen Betriebskosten werden in den Kalkulationen mit 0,30 €/m² im Monat angesetzt.¹⁵
- Modernisierungsinvestitionen, die ebenfalls aus den Mieterträgen finanziert werden müssen, werden in den Berechnungen der Bewirtschaftungskosten aufgenommen, weil sie als Ausgaben das Refinanzierungsvolumen reduzieren. Im Basismodell werden dafür jährliche Ausgaben zwischen 6 und 12 €/m² p.a. angenommen¹⁶.

¹⁵ Bei der Abschätzung der nicht umlagefähigen Betriebskosten orientieren wir uns an den üblichen Ansätzen der Kosten in Finanzierungsaufstellungen der Banken bei Projektfinanzierungen und den Annahmen des Berliner Rechnungshofes (Berliner Rechnungshof 2023: 25)

¹⁶ Die Spanne der Modernisierungsausgaben orientiert sich an Daten von empirischen Studien zur Bewirtschaftung großer Wohnbestände. So wurde für die sechs landeseigenen Wohnungsunternehmen (LWU) für den Zeitraum von 2016 bis 2021 eine durchschnittliche Ausgabe von 6,53 €/m² pro Jahr festgestellt (Bernt/Holm 2023: 9). Der Landesrechnungshof bezieht sich in seinen Kalkulationen auf die Geschäftsberichte der LWU für das Jahr 2022 und leitet ein jährliches Volumen von Modernisierungsinvestitionen von 12 €/m² pro Jahr aus den Gesamtausgaben für die Instandhaltung und Modernisierung in Höhe von etwa 30 €/m² pro Jahr ab (Rechnungshof von Berlin: 11).

Keine Berücksichtigung finden hingegen die in der II. BV aufgeführten Kostenpunkte “Betriebskosten” und “Abschreibung”:

- *Betriebskosten* („die Kosten, die (...) durch den bestimmungsmäßigen Gebrauch des Gebäudes oder der Wirtschaftseinheit laufend entstehen“; „Der Ermittlung der Betriebskosten ist die Betriebskostenverordnung (...) zugrunde zu legen“ (II. BV, § 27) werden separat und kostendeckend über die Betriebskostenzahlungen gedeckt und fließen nicht in die Nettokaltmieterträge ein, die für diese Berechnung maßgeblich sind.
- *Abschreibungen* („ist der auf jedes Jahr der Nutzung fallende Anteil der verbrauchsbedingten Wertminderung der Gebäude, Anlagen und Einrichtungen“ II. BV, § 25) sind eine bilanz- und steuerrechtliche Buchungsgröße, denen keinen tatsächlichen Aufwendungen gegenüberstehen. In den Förderprogrammen des sozialen Wohnungsbaus entsprachen die „Kosten“ Abschreibung in der Regel den Tilgungsraten der jeweiligen Finanzierungspläne. In dieser Studie werden die Tilgungsraten als Teil der Refinanzierungskosten veranschlagt und werden deshalb nicht bei den Bewirtschaftungskosten berücksichtigt.

Tabelle 4: Bewirtschaftungskosten in der Variante “Bewirtschaftung Basis” für 2025

	je WE p.a.	je WE (mtl.)	je m ² p.a.	je m ² (mtl.)
Instandhaltungskosten ¹⁷	1.098,00 €	91,50 €	18,00 €	1,50 €
Verwaltungskosten ¹⁸	369,00 €	30,75 €	6,05 €	0,50 €
Mietausfallwagnis (2%)	102,48 €	8,54 €	1,68 €	0,14 €
Nicht umlagefähige Betriebskosten	219,60 €	18,30 €	3,60 €	0,30 €
Modernisierungsinvestitionen	366,00 €	30,50 €	6,00 €	0,50 €
Bewirtschaftungskosten	2.155,08 €	179,59 €	35,33 €	2,94 €
Gesamtmiete (nettokalt)	5.124,00 €	427,00 €	84,00 €	7,00 €
Finanzierungsspielraum	2.968,92 €	247,41 €	48,67 €	4,06 €

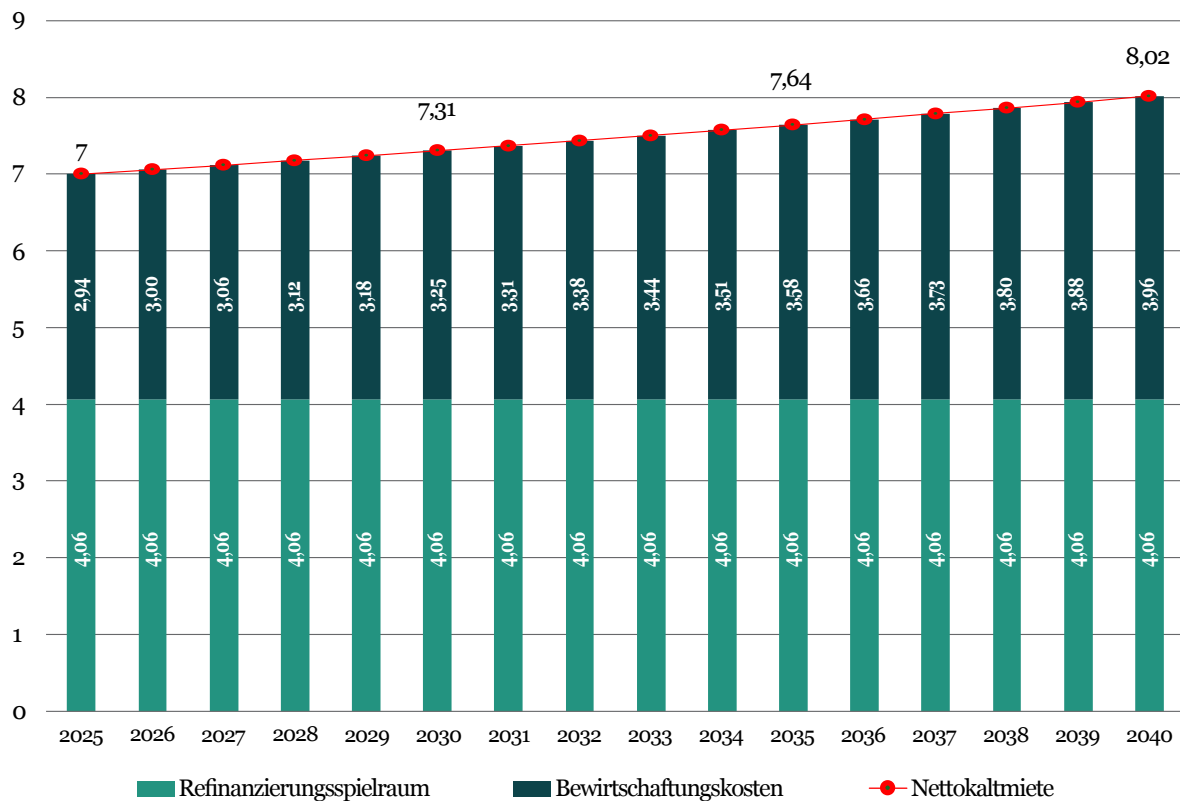
Quelle: II Berechnungsverordnung und eigene Berechnungen

Die Verwaltungskostenpauschalen und Instandhaltungsrücklagen werden nach der II-BV auf der Basis des Verbraucherpreisindexes jährlich angepasst. Im langjährigen Mittel seit 2007 lag die Steigerung der Bewirtschaftungskosten bei 2 Prozent pro Jahr. Diese Steigerung der Bewirtschaftungskosten hätte auf die Gesamtmietentwicklungen einen Steigerungseffekt von knapp 1 Prozent pro Jahr. Bei Einstiegsmieten von 7,00 €/m² (nettokalt) würden diese bis zum Jahr 2040 auf 8,02 €/m² steigen, um die Steigerung der Bewirtschaftungskosten abzudecken, ohne das Volumen des Refinanzierungsbeitrages zu beeinträchtigen.

¹⁷ In der II. BV werden für unterschiedlichen Baualtersklassen unterschiedliche Instandsetzungskosten festgesetzt, da davon ausgegangen wird, das ältere Gebäude einen höheren Instandhaltungsbedarf aufweisen. Dazu sind eine Reihe von Auf- und Abschlägen für spezifische Ausstattungen und Vertragsdetails vorgesehen. Da für die Vergesellschaftungsbestände keine konkreten Daten zum Baualter und zur Ausstattung vorliegen, werden hier pauschalierte Werte eingesetzt, die sich an einem Baualter von über 32 Jahren orientieren und für die Hälfte des Bestandes einen Aufzug unterstellen. Alle anderen Ab- und Zuschläge bleiben unberücksichtigt.

¹⁸ Die Verwaltungskostenpauschale wird in der II. BV mit jährlichen Kostenansätzen je verwaltete Wohneinheit dargestellt, zur Umrechnung in Quadratmeterbezüge wurde in Anlehnung an den Bericht des Berliner Rechnungshofes für die Vergesellschaftungsbestände ein durchschnittliche Wohnungsgröße von 61 m² unterstellt (Rechnungshof Berlin 2024: 25).

Abbildung 4: Bewirtschaftungskosten und Mieten im Zeitverlauf (in €/m²)



Quelle: Eigene Berechnung auf Basis der Grundannahmen des Grundmodells

4.2. Kalkulationen der Bewirtschaftungskosten in Orientierung an die LWU

Eine zweite Kalkulation der Bewirtschaftungskosten orientiert sich an den Aufwendungen der landeseigenen Wohnungsunternehmen (LWU) in Berlin. Genutzt werden für die Analyse insbesondere die Geschäftsberichte der landeseigenen Wohnungsgesellschaften und die dort verfügbaren Angaben für die Instandsetzungsausgaben in den letzten Jahren. Demnach gaben die LWU zwischen 2020 und 2022 im Schnitt 20 €/m² pro Jahr aus. Mit der Fortschreibung von 2 Prozent pro Jahr indiziert, ergibt das einen Instandhaltungsansatz von 21,22 €/m² p.a. für das Jahr 2025. Die Personalkosten der LWU lagen in den letzten Jahren bei etwa 12 €/m² p.a. – von denen aber auch ein Teil über die Betriebskostenabrechnungen abgedeckt war. Für die Kalkulation der Bewirtschaftungskosten (nettokalt) wird hier ein Ansatz von 6,23 €/m² p.a. genutzt – das entspricht kalkulierten Verwaltungsaufwendungen von etwa 380 € pro Jahr und Wohnung und liegt knapp über den Pauschalen der Zweiten Berechnungsversordnung. Die mittleren Modernisierungsinvestitionen der LWU werden in Anlehnung an die Annahmen aus dem Rechnungshofbericht mit 12 €/m² pro Jahr angenommen. Die Bewirtschaftungskosten in dieser Berechnung liegen bei 3,73 €/m² im Monat – die Refinanzierungsspielräume bei 3,27 €/m².

Tabelle 5: Bewirtschaftungskosten in der Variante "Bewirtschaftung LWU" für 2025

	je WE p.a.	je WE (mtl.)	je m ² p.a.	je m ² (mtl.)
Instandhaltungskosten	1.294,42 €	107,87 €	21,22 €	1,77 €
Verwaltungskosten	380,00 €	31,67 €	6,23 €	0,52 €
Mietausfallwagnis (2%)	102,48 €	8,54 €	1,68 €	0,14 €
Nicht umlagefähige Betriebskosten	219,60 €	18,30 €	3,60 €	0,30 €
Modernisierungsinvestitionen	732,00 €	61,00 €	12,00 €	1,00 €
Bewirtschaftungskosten	2.728,50 €	227,38 €	44,73 €	3,73 €
Gesamtmiete (nettokalt)	5.124,00 €	427,00 €	84,00 €	7,00 €
Finanzierungsspielraum	2.395,50 €	199,63 €	39,27 €	3,27 €

Quelle: Geschäftsberichte der LWU, Berliner Rechnungshof 2023 und eigene Berechnungen

4.3. Bewirtschaftungskosten bei erhöhter Instandsetzung und erweitertem Service

Eine dritte Berechnungsvariante berücksichtigt die erhöhten Instandsetzungsanforderungen der oft jahrelang vernachlässigten Bestände und einen erhöhten Verwaltungsaufwand für eine zuverlässige Betreuung der Mieterschaft und zur Unterstützung der Beteiligungsformate der Mieterschaft. Festgesetzt werden in dieser Kalkulation Instandsetzungsausgaben von 24 €/m² p.a. und Personal- und Verwaltungskosten von 12 €/m². Wie bei den landeseigenen Wohnungsunternehmen werden Modernisierungsaufwendungen von 12 €/m² im Jahr angenommen.

Die Bewirtschaftungskosten in dieser Variante liegen mit 4,44 €/m² über den Werten der anderen Berechnungsmodelle. Der aus dieser Bewirtschaftung verbleibende Refinanzierungsbetrag würde lediglich 2,56 €/m² pro Monat betragen.

Tabelle 6: Bewirtschaftungskosten in der Variante "Bewirtschaftung Plus" mit erhöhter Instandsetzung und verstärkter Verwaltung für 2025

	je WE p.a.	je WE (mtl.)	je m ² p.a.	je m ² (mtl.)
Instandhaltungskosten	1.464,00 €	122,00 €	24,00 €	2,00 €
Verwaltungskosten	732,00 €	61,00 €	12,00 €	1,00 €
Mietausfallwagnis (2%)	102,48 €	8,54 €	1,68 €	0,14 €
Nicht umlagefähige Betriebskosten	219,60 €	18,30 €	3,60 €	0,30 €
Modernisierungsinvestitionen	732,00 €	61,00 €	12,00 €	1,00 €
Bewirtschaftungskosten	3.250,08 €	270,84 €	53,28 €	4,44 €
Gesamtmiete (nettokalt)	5.124,00 €	427,00 €	84,00 €	7,00 €
Finanzierungsspielraum	1.873,92 €	156,16 €	30,72 €	2,56 €

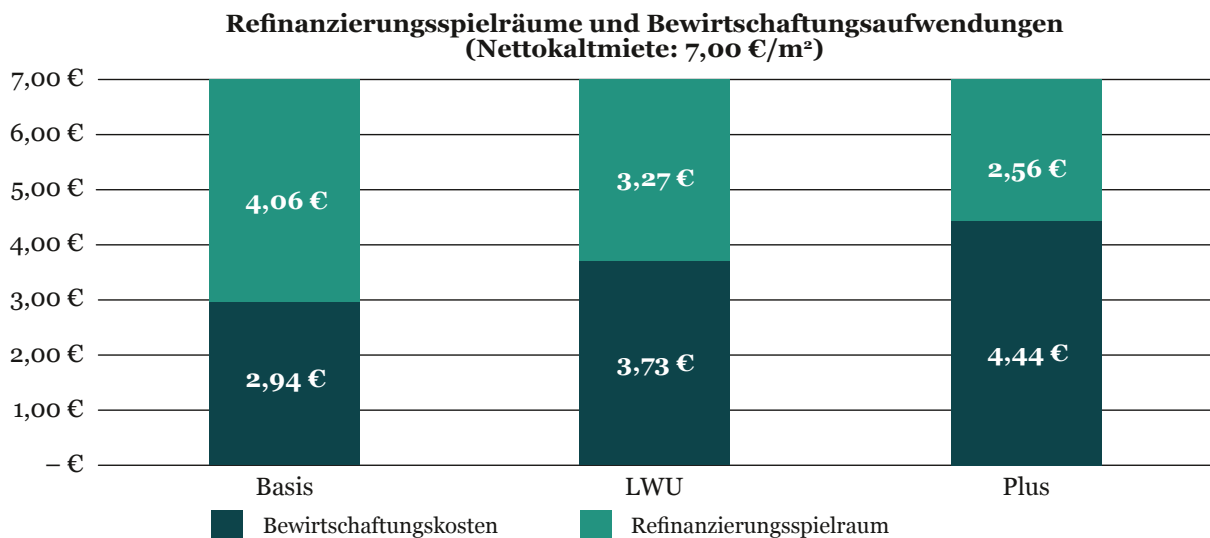
Quelle: II Berechnungsverordnung, eigene Annahmen und eigene Berechnungen

4.4. Vergleich der Bewirtschaftungsvarianten

Mit monatlichen Bewirtschaftungsaufwendungen zwischen 2,94 €/m² und 4,44 €/m² stehen die hier vorgestellten Varianten für unterschiedliche Qualitäten der Instandhaltung und des Mieterservices in den Beständen. Insbesondere in der “Bewirtschaftung Basis” beschränken sich die Aufwendungen auf die absolut notwendigen Aufgaben der Wohnungsverwaltung und bieten keine Spielräume für intensivierte Instandhaltungsmaßnahmen oder zusätzliche Serviceangebote für die Mieter*innen. Die Variante “Bewirtschaftung Plus” hingegen ermöglicht mit sehr hoch angesetzten Instandhaltungsrücklagen und hohen Verwaltungskosten eine umfassend hohe Wohnqualität mit zusätzlichen Angeboten für eine auch finanziell unterlegte Mieter*innen-Mitbestimmung.

Ein Vergleich der drei hier dargestellten Bewirtschaftungsoptionen unterstreicht die zentrale Bedeutung der Ausgaben für Verwaltung, Instandhaltung und Modernisierung auf die Spielräume der Refinanzierung. Je höher die Qualität der Verwaltung und Instandhaltung, desto geringer die Restbeträge, die zur Refinanzierung einer Entschädigungssumme aufgebracht werden können. Umgekehrt gilt, dass die Höhe der Entschädigungssumme auch einen langfristigen Effekt für die künftige Bewirtschaftung und die damit verbundene Wohnqualität in den Vergesellschaftungsbeständen hätte.

Abb. 5: Vergleich der Bewirtschaftungsaufwendungen und Refinanzierungsspielräume



Eigene Darstellung

5. Finanzierungsoptionen

In diesem Abschnitt stellen wir das Grundmodell zur Ermittlung von möglichen Entschädigungshöhen und die Rechenwege zur Überprüfung der Refinanzierbarkeit der jeweiligen Entschädigungssummen aus den Mieterträgen vor. Nach einem Abschnitt mit den Ausgangsüberlegungen unserer Herangehensweise (Kapitel 5.1.) folgt die detaillierte Vorstellung des Grundmodells zur Kalkulation der Refinanzierungsaufwendungen (Kapitel 5.2.).

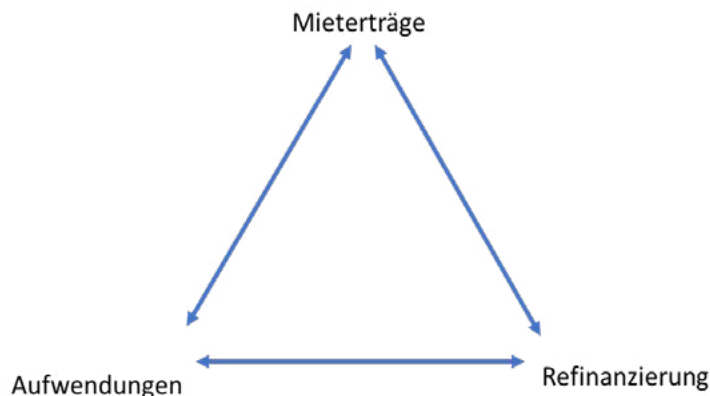
5.1. Ausgangsüberlegungen

Art. 15 S. 1 GG erfordert für die Vergesellschaftung der Wohnungsbestände eine Entschädigung, deren Bemessung nach der Maßgabe des Art. 15 S. 2 in Verbindung mit Art. 14 Abs. 3 S. 3 und 4 GG im Vergesellschaftungsgesetz zu regeln ist. Da es für die Ermittlung der Entschädigungshöhe in diesem Zusammenhang keine Beispiele gibt, bleibt nur der Weg einer möglichst plausiblen Annäherung, mit welchen Entschädigungshöhen welche Art der Bewirtschaftung möglich wäre – bzw. welche Art der Bewirtschaftung von Wohnungsbeständen aus der Bewirtschaftung heraus die Bereitstellung der Entschädigungsbeträge ermöglichen würde.

Das hier vorgestellte Modell kann für die überschlägige Ermittlung von Entschädigungshöhen genutzt werden, indem verschiedene Zukunftsszenarien über die Bewirtschaftungspraxis des vergesellschafteten Wohnraums dargestellt werden. Die getroffenen Annahmen wirken sich auf alle an der Bewirtschaftung der Wohnungsbestände Beteiligten (Mieter*innen, Kapitalgeber*innen, Dienstleister*innen) unterschiedlich aus und engen ihren Handlungsspielraum ein bzw. erweitern ihn.

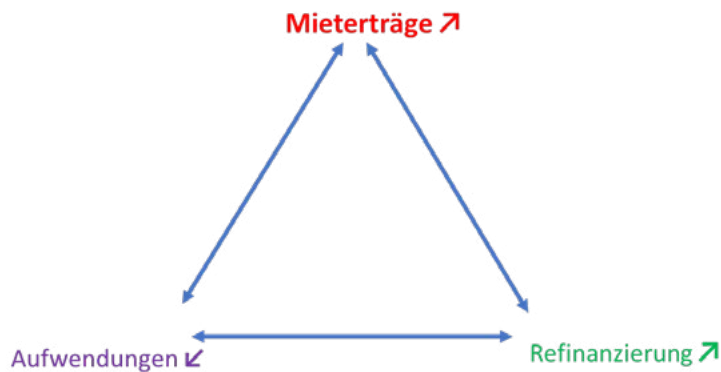
Drei wesentliche Einflussgrößen liegen den Überlegungen zugrunde: Die Bewirtschaftung von Wohnraum hängt entscheidend von den a) Mieterträgen, b) Aufwendungen der Bewirtschaftung und den c) Kapital- bzw. Refinanzierungskosten ab. Diese drei Elemente stehen in einem **Wechselverhältnis** – im Sinne kommunizierender Röhren – zueinander.

Abbildung 6: Grundmodell der Refinanzierungskonditionen



Es geht daher um die Festlegung des Verhältnisses von Einnahmen (Erträge), Ausgaben (Aufwendungen) und Finanzierungskosten zueinander. Werden beispielsweise Mieten erhöht und Ausgaben reduziert, erhöhen sich die Spielräume für die Refinanzierung, da mehr Kapital aus der Wohnraumbewirtschaftung für die Zahlung von Zinsen und Tilgung zur Verfügung steht.

Abbildung 7: Wechselwirkungen der Basisfaktoren



Entsprechend würden höhere Entschädigungszahlungen möglich. Jede Einzelentscheidung bei Erträgen und Aufwendungen hat dabei Auswirkung auf die **Wohnqualität** (im Sinne einer qualitativ höherwertigen Verwaltung und Versorgung der Mieter*innen, die mit Kosten verbunden ist). Ebenso haben die Refinanzierungskosten Auswirkungen auf die Miethöhen und die Mietentwicklungen, wenn die Refinanzierung vollständig aus den Mieterträgen getragen werden soll.

Im Weiteren werden unterschiedliche Annahmen über die Ausgestaltung verschiedener Einzelindikatoren der drei Einflussgrößen erläutert (bspw. Miethöhe, Instandhaltungskosten, Zinssatz). Damit liegt hier – auch wenn es sich um ein sehr großes Immobilienportfolio mit ca. 240.000 Wohnungen handelt – eine betriebswirtschaftliche Perspektive zugrunde, die sich auf eine Einheit bezieht, nämlich auf die rechtliche Entität (bspw. eine Anstalt öffentlichen Rechts), die die Bewirtschaftung des Wohnraums verantwortet und die einzelnen Festlegungen treffen kann. Daher handelt es sich bei dem Modell um eine **einzelwirtschaftliche Perspektive unter derzeit plausiblen Rahmenbedingungen**. Eine gesamtwirtschaftliche Betrachtung¹⁹, die beispielsweise sozial- oder versorgungspolitische Aspekte mitbeachtet oder mögliche veränderte Rahmenbedingungen (bspw. Gesetzesänderungen, staatliche Zuschüsse) berücksichtigt, kann und soll hier nicht vorgenommen werden. Das Modell ist einfach gehalten, auch wenn es aufgrund der vielfältigen Kombinationsmöglichkeiten ein breites Spektrum an Szenarien möglich macht. Das Modell ist nicht kompliziert, aber komplex.

In der zweidimensionalen Abbildung des Dreiecks verbirgt sich eine weitere Dimension, die in den konkreten Annahmen zur Bewirtschaftung explizit festgelegt wird: die **Zeitdimension**. Bei allen drei Einflussgrößen werden Annahmen über die Zukunft getroffen. Entweder linear (Preise bleiben gleich oder steigen kontinuierlich) oder sequenziell (für zehn Jahre wird ein bestimmter Zinssatz angenommen, für das Jahr 11 und die folgenden ein anderer Zinssatz). In seiner Anlage folgt das Modell dem Ansatz einer langfristigen Projektfinanzierung aus der Sicht der Bankenwelt. Die in der Immobilienwirtschaft gängige investorenorientierte Praxis zukünftige Werte via einer Abzinsung/Diskontierung²⁰ zu bestimmen, wird hier nicht angewendet, da nicht ein Marktwert hergeleitet, sondern stattdessen eine mögliche Entschädigungssumme identifiziert werden soll, die bei einer substanzerhaltenden Bewirtschaftung aus den Mieterträgen getragen werden kann.

Die Zeitperspektive wird in einer weiteren Hinsicht im Modell thematisiert, nämlich in der **Laufzeit** der Refinanzierung bzw. der Tilgungsdauer. Dies ist der Zeitraum, in dem durch die regelmäßige Entrichtung von Tilgungsraten die aufgenommenen Schulden und damit die abzuzahlenden Beträge beglichen werden. In der Immobilienbranche werden dafür oftmals 30 Jahre angenommen, allerdings folgt diese Logik

¹⁹ Eine gesamtwirtschaftliche Betrachtung würde beispielsweise die ökonomischen Effekte von leistbaren Mieten in großen Beständen für andere ökonomische Bereiche in die Abschätzung mit einbeziehen. Typische gesamtwirtschaftliche Effekte von Mietbegrenzungen sind z.B. eine Kaufkraftherhöhung durch eine Verringerung der Mietbelastungsquote oder auch eine Reduktion der Unterkunft-bezogenen Sozialausgaben (z.B. Kosten der Unterkunft oder Wohngeld). Auch der Landesrechnungshof argumentiert in seinen Berechnungen aus einer einzelwirtschaftlichen Perspektive und begrenzt seinen Wirkungs- und Risikoanalyse ausschließlich auf die haushalterische Frage nach öffentlichen Zahlungsverpflichtungen im Zuge der Vergesellschaftung. Obwohl in der vom Landesrechnungshof eingenommenen Perspektive die Vergesellschaftung als Investition betrachtet wird, verzichtet die Studie auf die Analyse von möglichen langfristigen Vorteilen durch die Erweiterung öffentlicher Wohnungsbestände.

²⁰ Für große Kapitalgesellschaften wird dabei in der Regel die DCF-Methode angewendet (Discounted Cash Flow-Methode). Die DCF-Methode geht von einer Kapitalwertorientierung der Investitionstheorie aus, bei der Organisationen/Unternehmen als Investitionsobjekte betrachtet werden. Bei einer kapitalwertorientierten Vorgehensweise werden die zukünftigen Zahlungsströme diskontiert. Die Diskontierung (Abzinsung) ist eine finanzmathematische Rechenoperation, die es ermöglicht, den gegenwärtigen Barwert einer zukünftigen Zahlung zu ermitteln.

Branchenkonventionen und hat nichts mit dem physischen Zustand der Gebäude nach 30 Jahren zu tun.²¹ Eine Streckung der Refinanzierung verringert die Fremdkapitalkosten pro Einzeljahr, da aber ein geringerer Anteil getilgt wird, hängt es entscheidend vom Zinssatz im gesamten gewählten Zeitraum ab, welche Laufzeit zu bevorzugen ist. In der Tendenz gilt: je länger die Laufzeit, desto geringer die Kosten pro Jahr, aber auch, desto größer die Gesamtkosten der Gesamtlaufzeit. Dennoch ermöglicht eine längere Laufzeit vor allem in den Anfangsjahren einen größeren Refinanzierungsspielraum und damit höhere Entschädigungssummen, da die aus den Mieterträgen aufzubringenden Refinanzierungskosten (Zins, Tilgung, Gebühren etc.) geringer ausfallen als bei kurzfristigen Laufzeiten mit höheren Tilgungsanteilen.

Die bisherige Debatte um die Vergesellschaftung hat sich stark auf Wohnbedingungen und Wohnkosten sowie auf die Höhe einer Entschädigung konzentriert. Die damit verbundenen finanziellen Bedingungen werden vor allem als **Mietkosten** auf Seite der Mietenden, als **Ausgaben** für Instandhaltung, Instandsetzung und Modernisierung sowie als Schuldendienst für die festzulegende Entschädigung diskutiert.²²

Verhältnismäßig wenig Aufmerksamkeit haben bisher Fragen zur konkreten **Ausgestaltung von Schuldendienstzahlungen** erfahren. Für die Ausgestaltung einer Entschädigung sind grundsätzlich verschiedenen Optionen möglich, von Schuldverschreibungen, bei denen über einen langen Zeitraum periodische Teilauszahlungen der Entschädigungssummen erfolgen, über Festlegungen von ewigen Renten, bei denen ein zuvor vereinbarter Anteil des Ertrages dauerhaft an die Entschädigungsberechtigten ausgezahlt wird oder auch als Sofortzahlung in Höhe der kompletten Entschädigungssumme, die in der Regel über Kredite und/oder Anleihen finanziert wird und anschließend aus den Mieterträgen refinanziert werden muss.

In dieser Studie und unserem Rechenmodell gehen wir ausschließlich auf das Modell der Komplettenterschädigung zum Zeitpunkt der Vergesellschaftung mit anschließender Refinanzierung aus den Mieterträgen ein. Angenommen wird hier in der Logik von Projektfinanzierungen, dass ein festzulegender Entschädigungsbetrag dem neuen Vergesellschaftungsträger (z.B. AöR) als Verbindlichkeit übertragen wird. Weil diese Verbindlichkeiten Dritten gegenüber bestehen, werden sie in den Bilanzen als Fremdkapital ausgewiesen. Die Kosten für die Rückzahlung des Fremdkapitals wird als **Kapitaldienst** bezeichnet und soll im Falle des Vergesellschaftungsvorhabens vollständig aus der regulären Immobilienbewirtschaftung aufgebracht werden. Unter Kapitaldienst werden die Kosten verstanden, die durch das aufgenommene Kapital entstehen. Dies sind Gebühren, Zinsen auf das aufgenommene Kapital sowie die Tilgung (Rückzahlung). Das Verhältnis von Zins und Tilgung kann dabei ebenso variieren wie die Laufzeit der Verbindlichkeiten.²³

Es dürfte sinnvoll sein, den Vergesellschaftungsträger mit eigenem Kapital auszustatten (Eigenkapital). Eigen- und Fremdkapital zusammen bilden das Gesamtkapital eines Unternehmens. Das Eigenkapital (EK), über das der Vergesellschaftungsträger verfügt, muss ihm zugeführt werden. In einem ersten Schritt muss der Eigentümer – voraussichtlich das Land Berlin – Kapital in den Vergesellschaftungsträger einbringen. Fremdkapital (FK) ist dagegen von außen zugeführtes bzw. aufgenommenes Kapital, das dann an die jeweiligen Kapitalgeber wieder gegen Zinsen zurückbezahlt werden muss. Ein momentan in der Immobilienwirtschaft gängiges Verhältnis, dem auch die Berechnungen des Rechnungshofs von Berlin folgen (RH 2024: 11), ist ein Verhältnis 20 Prozent Eigenkapital (EK) zu 80 Prozent Fremdkapital (FK)²⁴. Die Fremdkapitalkosten orientieren sich an den Zinssätzen der Notenbanken. Hinzu kommen Bankmargen und weitere Risikoaufschläge, je nachdem, welche Risiken von den Investoren gesehen werden. Je geringer das Ausfallrisiko ist, desto geringer ist der Aufschlag auf die Notenbankzinsen. Eine mögliche Reduktion der Refinanzierungskosten durch staatliche Garantien für die Absicherung des Vergesellschaftungsträgers wurde in den Berechnungen des Modells nicht berücksichtigt, würde jedoch den Spielraum für die aus den

²¹ Bei steuerlichen Abschreibungsregelungen von zwei Prozent der Gebäudekosten unterstellt der Gesetzgeber beispielsweise eine Nutzungsdauer von 50 Jahren.

²² Im vorliegenden Modell erbringen die Kaltmietenzahlungen der Mieter*innen die Mieterträge für die AöR.

²³ Auch die bloße Höhe des Fremdkapitals kann dabei eine Rolle spielen. Insbesondere die Aufnahme von Fremdkapital in Höhe von mehreren Milliarden an den internationalen Kapitalmärkten ist hochkomplex und voraussetzungs- und erfordert die Unterstützung großer internationaler Emissionshäuser. Die damit verbundenen Bearbeitungs- und Einrichtungskosten wurden im Rahmen dieser Untersuchung nicht gesondert erhoben, so dass wir uns in den Modellberechnungen an den für Projektfinanzierungen üblichen Kostenstrukturen orientieren.

²⁴ Die 20-Prozent-Regel des notwendigen Eigenkapitals bei der Immobilienfinanzierung können als etablierter Standard gelten und werden insbesondere bei individuellen Bau- und Kaufprojekten als Empfehlung von Immobilien- und Finanzberatungen regelmäßig ausgesprochen. Auch im gewerblichen Wohnungsbau orientieren sich Standardkalkulation regelmäßig an dieser Kenngröße (siehe Kirchner 2004: 29; Müller/Pfnür 2016: 38; Kofner 2024: 108, 200, 241), ohne sie explizit zu begründen.

Mieterträgen refinanzierbaren Entschädigungssummen noch erweitern.

5.2. Rechenmodell zur Kalkulation der Refinanzierungsaufwendungen

Die maximale Entschädigungshöhe, die mit den jeweils definierten Parametern der Erträge (Mieteinnahmen und Mietsteigerungsdynamik) und Aufwendungen (substanzerhaltende Bewirtschaftungskosten) refinanziert werden kann, ist abhängig von den Refinanzierungskonditionen. Dazu gehören insbesondere die Zinssätze der jeweiligen Darlehen, die Tilgungsraten, die Laufzeit der Darlehensverträge und die Zeiträume der Zinsbindung).

Im Rechenmodell zur Abschätzung der Refinanzierungsaufwendungen orientieren wir uns zunächst an der Praxis einer klassischen Projektfinanzierung, wie sie von den meisten Banken und Kreditinstitutionen umgesetzt wird.²⁵ Dabei werden im Kern die Kennzahlen der Bewirtschaftung (Erträge & Aufwendungen) den Kapitalkosten gegenübergestellt. Die Wirtschaftlichkeit eines Projektes wird aus dieser „Banken-Perspektive“ danach beurteilt, ob unter den Bedingungen einer substanzerhaltenden Bewirtschaftung der fällige Kapitalkosten zur Refinanzierung aus den Erträgen gedeckt werden kann.

Diese Perspektive unterscheidet sich von der „Investor-Perspektive“, die danach fragt, ob sich der Einsatz der Investitionsmittel langfristig lohnt und welche Gewinne erwirtschaftet werden können. Typische Berechnungsmodelle aus solch einer investitionstheoretischen Perspektive sind, wie oben erwähnt, Discounted Cash Flow Verfahren (DCF) bei denen für Investitionen und Mitteleinsatz beim Erwerb eines Unternehmens ein Barwert bestimmt wird, der die langfristige Wertentwicklung berücksichtigt.

Da bei der Vergesellschaftung von Wohnungen die sozialen Wohnversorgungsfunktionen und nicht der privatnützliche Wertzuwachs der Wohnungsbestände im Zentrum steht, stellen wir in unserem Modell die Refinanzierung der Entschädigungssummen in den Mittelpunkt der Betrachtung. Ausgangspunkt der Überlegung ist dabei, dass die Refinanzierung vollständig aus den Mieterträgen der vergesellschafteten Wohnungsbestände erfolgen soll. Eine dauerhafte oder auch periodische Zuführung von öffentlichen Mitteln zur Sicherung der vergesellschafteten Wohnungsbestände würde die Höhe der refinanzierbaren Entschädigungshöhen deutlich erhöhen, wird jedoch in den hier vorgestellten Berechnungsmodellen ausgeschlossen.

Der Aufbau des Grundmodells der Refinanzierung ist mehrstufig. Zunächst wird das *potenzielle Kapitalkostenvolumen* bestimmt, das für eine Refinanzierung von der Entschädigungssumme überhaupt zur Verfügung steht. Anschließend werden in einer *Finanzierungsstruktur* die Konditionen der verschiedenen Fremdkapitalanteile und die daraus resultierenden Zahlungen dargestellt. In einem dritten Schritt erfolgt eine Betrachtung der *Zahlungsflüsse im Zeitverlauf*, um zu überprüfen, ob die Refinanzierungskosten auch langfristig aus den Mieterträgen gegenfinanziert werden können.

5.2.1. Bestimmung des Kapitalkostenvolumens

Um die Spielräume für die Refinanzierung von Entschädigungssummen zu ermitteln, müssen Informationen zu den Mieterträgen und zu den Ausgaben für die Verwaltung und Bewirtschaftung der Wohnungsbestände vorliegen und miteinander verknüpft werden. (siehe Abb. 8, Zeilen 2 bis 13)

²⁵ Auch der Berliner Rechnungshof hat in seinen Kalkulationen der „Auswirkungen einer Vergesellschaftung großer Wohnungsunternehmen auf den Landeshaushalt“ ein klassisches „Annuitätendarlehen mit jährlich konstanten Kapitalkostenstraten“ (Berliner Rechnungshof 2024: 10) zu den „Zinskonditionen der landeseigenen Wohnungsunternehmen“ (Berliner Rechnungshof 2024: 27) unterstellt. Denkbar für eine Refinanzierung von Entschädigungssummen in einem so großen Volumen wie der Vergesellschaftungsbestände ist auch eine Portfoliofinanzierung, bei der Teilbestände des vergesellschafteten Wohnungsbestands in Cluster zusammengefasst und gesondert bewertet werden (siehe Lauer 2020). Da eine differenzierte Betrachtung von einzelnen Bestandsgruppen im Rahmen dieser Studie nicht vorgenommen werden kann, beschränken sich die Varianten der hier vorgestellten Modellrechnungen auf Gesamtfinanzierungen auf der Basis plausibel geschätzter Durchschnittswerte (z.B. der Mieteinnahmen, Verwaltungsaufwendungen und Instandhaltungskosten etc.).

Abbildung 8: Aufstellung und Bestimmung des Kapitaldienstvolumens im Grundmodell

1 Entschädigungssumme in Mrd	12,50
Miete	Gesamt
2 Mietindex	1%
3 Anzahl Wohnungen	240.000
4 Wohnungsgröße Ø in m ²	61
5 Wohnfläche in m ²	14.640.000
6 €/m ² (Netto kalt)	7,00
7 Rohertrag p.a. in Mrd	1,23
8 Mietausfallwagnis p.a.	0,02
9 Bewirtschaftungskosten p.a. in Mrd	0,40
10 Modernisierungskosten p.a. in Mrd	0,09
11 Reinertrag p.a. in Mrd (CFADS)	0,71
12 Debt Service Coverage Ratio (DSCR)	1,1
13 möglicher Kapitaldienst p.a. in Mrd	0,65

Die Bewirtschaftungsaufwendungen werden als Summe der Mietausfallwagnis (2% der Nettokaltmiete), den Bewirtschaftungskosten (für Verwaltung und Instandhaltung) sowie die Modernisierungskosten vom Rohertrag (Zeile 7) abgezogen, um den sogenannten Reinertrag (Zeile 11) zu bestimmen. Um in der Aufstellung unterschiedliche Varianten der Bewirtschaftung abbilden zu können, können die einzelnen Elemente der Bewirtschaftungskosten separat eingegeben werden (siehe Abb. 9)

Abbildung 9: Aufstellung der Bewirtschaftungskosten

Inflation (ab 2026 beachtet)	2%
Bewirtschaftungskosten 2025:	
_ Verwaltungsaufwand pro WE	369,00
_ Instandhaltung €/m ² p.a.	18,00
_ Betriebskosten (nicht. umlagef) €/m ² p.a.	3,60
Mietausfallwagnis p.a.	2%
Modernisierungsinvestitionen €/m² p.a. 2025	6,00

Die Abschätzung des potenziellen Kapitaldienstvolumens erfolgt im Grundmodell in drei Schritten durch a) die Erfassung des Rohertrages aus den Mieteinnahmen, b) die Ermittlung des Reinertrages und c) die Berechnung des maximal möglichen Kapitaldienstvolumens.

- Erfassung des Rohertrags aus den Mieteinnahmen:** Dabei wird, ausgehend von der Anzahl der Wohnungen (Zeile 3), einer durchschnittlichen Wohnungsgröße (Zeile 4) die Gesamtwohnfläche der Bestände (Zeile 5) bestimmt. Auf der Basis durchschnittlicher Nettokaltmiethöhe in €/m² (Zeile 6) kann so der jährliche Rohertrag aus den Mieterträgen (Zeile 7) berechnet werden.
- Ermittlung des Reinertrages:** Um die finanziellen Spielräume für eine Refinanzierung möglicher

Entschädigungssummen zu ermitteln, müssen vom Rothertrag der Mieterträge die verschiedenen Ausgaben abgezogen werden, die für die Bewirtschaftung aufgewendet werden müssen. Im Rechenmodell berücksichtigt werden dabei eine *Mietausfallwagnis von 2% des Rothertrages* (Zeile 8), die *Bewirtschaftungskosten* (Verwaltungsaufwand, Instandhaltung und nicht umlegbare Betriebskosten) (Zeile 9), sowie pauschaliertes Budget für *Modernisierungsinvestitionen* (Zeile 10), die auch jeweils aus den laufenden Einnahmen finanziert werden sollen. Für Details der Kennzahlen, siehe Abb. 9. Der Reinertrag (Zeile 11) ist die Differenz aus Rothertrag (Jahresnettokaltmiete) und den hier aufgeführten Aufwendungen (i.e. nicht umlagefähige Betriebskosten). In vielen finanzwirtschaftlichen Analysen wird dieser Reinertrag als NOI (*net operating income*) bezeichnet. In der Finanzierungsbetrachtung kann er auch als CFADS (*cashflow available for debt service*) dienen, da er den Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen ausweist.

- c) **Berechnung des potenziellen Kapitaldienstvolumens:** Wenn eine Refinanzierung von Krediten aus den laufenden Einnahmen geleistet werden soll (also ohne regelmäßige Zuführungen zusätzlicher Mittel), dann darf das Gesamtvolumen des Kapitaldienstes den Reinertrag nicht überschreiten. Da eine langfristige Kalkulation immer auch Risiken von veränderten Einnahme- und Ausgabesituationen berücksichtigen muss oder auch Veränderungen der Refinanzierungsbedingungen, wird in Projekten der Immobilienfinanzierung mit dem „Schuldendienstdeckungsgrad“ (DSCR; debt service coverage ratio) auf eine spezielle Kennzahl zurückgegriffen, die das Verhältnis von Reinertrag und Kapitaldienst ausweist. Als Kapitaldienst wird in Finanzkalkulationen die Summe von Tilgungszahlung und Zinsaufwendungen verstanden.

$$D S C R = \frac{\text{Nettoreinertrag (NOI oder CFADS)}}{\text{Kapitaldienst (Zinsen+Tilgung)}}$$

In der Finanzierungspraxis der Banken haben sich unterschiedliche Orientierungswerte für einen wünschenswerten Schuldendienstdeckungsgrad etabliert, die auch von Marktbedingungen und spezifischen Eigenschaften der Immobilien abhängen können. Während bei privaten Immobilienprojekte oft ein Deckungsgrad von 1,2 angestrebt wird (also der Reinertrag 20% größer sein sollte als der Kapitaldienst), werden insbesondere bei der Finanzierung von risikoarmen Investitionen in die Wohnversorgung auch niedrigere Grenzwerte des Schuldendeckungsgrad akzeptiert. So werden etwa für die Darlehen der öffentlichen Wohnungsbauprogramme in den USA DSCR-Quoten zwischen 1,11 und 1,18 erwartet. Dabei gilt, je strenger die Mietpreisaufgaben, desto geringer der erwartete DSCR-Wert, weil davon ausgegangen wird, dass es für die leistbaren Wohnungen immer eine Nachfrage gibt und nur ein sehr geringes Leerstandsrisiko besteht (HUD 2023).

Vor dem Hintergrund von sehr geringem Leerstands- und Ausfallrisiken, einer angestrebten öffentlichen Risikoabschirmung und einer hohen Wertsubstanz der Immobilienbestände wird in unseren Modellrechnungen ein Mindestwert des Schuldendienstdeckungsgrads (DCSR) von 1,1 festgesetzt (Zeile 12).²⁶ Aus dem zuvor ermittelten Reinertrag und den festgesetzten DCSR-Anforderungen kann der *potenzielle Kapitaldienst* (Zeile 13) bestimmt werden.

5.2.2. Finanzierungsstruktur

Die Finanzierungsstruktur (Abb. 10 Zeile 14 bis 25) gibt Auskunft über das Verhältnis von Eigenkapital und Fremdkapital sowie den jeweiligen Volumina verschiedener Kredite (Zeile 14), die Höhe der Darlehen (Zeile 15), die jeweilige Zinshöhe (Zeile 16), die Länge der Zinsbindung in Jahren (Zeile 17), sowie den kalkulierten Risikoaufschlag der Zinshöhen nach dem Zinsbindungsende (Zeile 18). Im Grundmodell wurden für die langfristig besicherten Bankdarlehen ein Zinssatz von 4,5% angesetzt²⁷. Die unbesicherte Anleihe wird

²⁶ Eine Unterschreitung des Werts von 1,1 in einzelnen Jahren – in der Regel immer dann, wenn einmalige Restrukturisierungskosten bzw. Einmalgebühren anfallen – wird als vertretbar eingeschätzt. Jedoch darf hier der Wert auch nicht unter 1,0 fallen (dies entspricht dem Wert in Zeile 11).

²⁷ Diese 4,5% setzen sich aus der 10-jährigen EUR IRS-Swap-Rate zusammen, die momentan bei ca. 2,5% liegt (Erste Sparkasse 2025). Die Swap-Rate spiegelt die Markterwartungen für langfristige Zinsen wider und ist damit ein sinnvoller Anker für die Kalkulation eines festen Basis-Zinssatzes und dient als Referenzwert für die Base Rate (Grundzinssatz). Hinzu kommt eine Marge, sprich ein Aufschlag, den die Bank auf die Base Rate erhebt, um ihr Risiko zu decken, ihre Kosten zu tragen und Gewinn zu erzielen. Das aktuelle Quartalsbarometer (Q2, 2025) von Bulwiengesa (Bulwiengesa 2025) gibt bei Margen bei Bestandsfinanzierungen einen Wert von 2,25% an über alle Immobiliensegmente. Zusätzlich angegeben ist, dass „die durchschnittlichen Margen der einzelnen Immobiliensegmente zwischen 1,80% und 2,70% [betragen]“. Wohnraumfinanzierung, in guten Lagen, ist aufgrund eines niedrigen Risikoprofils in der niedrigeren Region anzusetzen. Um einen gewissen Puffer sowohl bei der Swap Rate als auch bei der Marge zu haben, wird insgesamt der Wert 4,5% angesetzt. Dies stimmt auch mit der Annahme des Landesrechnungshofes überein, der ebenfalls 4,5%

in der Studie mit einem Zinssatz von 4% angesetzt und als endfälliges Darlehen konzipiert²⁸. Aus einer finanztheoretischen Perspektive wäre zu erwarten, dass besicherte Darlehen zu günstigeren Konditionen ausgegeben werden als unbesicherte Anleihen. Im Fall der öffentlichen Wohnungswirtschaft können jedoch die hohen Bonitätserwartungen an quasi-öffentliche Einrichtungen, die für viele Finanzmarktakteure nachgefragte Handelbarkeit von Anleihen sowie die wachsende Marktnachfrage nach sozialen und nachhaltigen Anlageoptionen, die den ESG-Anforderungen (environmental social governance) entsprechen, die hier angenommenen Konditionen der unbesicherten Anleihen begründen.²⁹

Mit den Annahmen von 4,5% für die besicherten Darlehen und 4,0% für die unbesicherten Anleihen haben wir einen eher konservativen Ansatz gewählt. Zum Vergleich: Die aktuellen Zinslasten der landeseigenen Wohnungsunternehmen (mit zahlreichen langlaufenden Krediten aus der Niedrigzinsphase) liegen deutlich unter 2 Prozent.

In Anlehnung an die Risikostrategien von Banken bei der Projektfinanzierung wurde im Rechenmodell ein möglicher Zinsaufschlag von +2,0 % p.a. kalkuliert, der einmalig nach dem Auslaufen der ersten Zinsbindung in die Rechnung einfließt.

Abbildung 10: Finanzierungsstruktur im Grundmodell der Refinanzierung

Finanzierungsstruktur				
Institut	EK	FK secured bank loan (long-term)	FK unsecured, market financed	
14 % der Finanzierungssumme	20%	40%	40%	100%
15 Darlehenshöhe in Mrd	2,50	5,00	5,00	
16 Zins in %		4,50%	4,00%	
17 Zinsbindung in Jahren		10	7	
18 Zinsen nach Zinsbindung (+ x% einmalig)		2,00%	2,00%	
19 Laufzeit		30	30	
20 Tilg.frei		0	7	
21 Tilgung (initiale)		2,83%	0%	
22 Strukturierungsentgeld 1% des FK (einmalig im 1. Jahr)		1,00%	1,00%	
23 Annuität		8,33%	5,00%	
24 Kapitaldienst		0,42	0,25	
25 Gesamt Kapitaldienst p.a. in Mrd	0,67			

In Abhängigkeit von den Laufzeiten, Zinssätzen und Zinsbindung lässt sich die initiale Tilgungshöhe (Zeile 21), die Gesamtannuität aus Zins, Tilgung und dem Strukturierungsentgelt (Zeile 23) sowie die daraus abgeleitete Gesamtsumme für den Kapitaldienst (Zeile 24) bestimmen. Das einmalig per Zinsbindung zu zahlende Strukturierungsentgelt liegt bei 1% (Zeile 22), was ein realistischen Durchschnittswert sowohl für Anleihen als auch Bankdarlehen darstellt, wobei der genaue Wert auch von der Darlehens-/Anleihenshöhe abhängt.³⁰ Die Summe der Kapitaldienste der einzelnen Kreditlinien inkl.

für Kredite der AöR ansetzt.

²⁸ Von den sechs kommunalen Wohnungsbaugesellschaften in Berlin geben bisher die Gewobag und die Howoge Anleihen aus. Beide haben ein sogenanntes "Debt Inssu ance Programme" gestartet, das den "Unternehmen auch in Zukunft einen flexiblen Zugang zu den Fremdkapitalmärkten ermöglichen wird" (HOWOGE 2025). Die Gewobag hat 2021 erstmals einen Social Bond über 500 Mio. für 6 Jahre zu einem Kuponzins von 0,125% emittiert (Gewobag 2021). Die HOWOGE gab bisher 3 Anleihen raus, die eine Laufzeit von 6, 7, und 12 Jahren haben, zu folgenden Konditionen: a) 500 Mio € 2021/2028 zu einem Kuponzins von 0,625%, b) 700 Mio. € 2021/2033 zu einem Kuponzins von 1,125% ; c) 300 Mio. € 2024/2030 zu einem Kuponzins von 3,875% (HOWOGE 2025), Aufgrund dieser Entwicklung wird momentan von einem Zinssatz von 4% ausgegangen. Dies deckt sich auch mit einer Aussage aus einer LWU, dass momentan bei unbesicherten Anleihen mit der Swap Rate + 1,5% gerechnet wird.

²⁹ Für eine hohe Nachfrage von Anleihen öffentlicher Wohnungsbaugesellschaften spricht, dass diese teilweise mehrfach überzeichnet waren (z.B. die letzte Anleihe der Howoge 3,7fach).

³⁰ Im Grundmodell werden die Strukturierungskosten einmalig pro Laufzeit der angenommenen Verträge fällig. Die Laufzeit ist hier, in Zeile 17, entsprechend der Zinsbindung zu sehen. Das Bankdarlehen hat eine gängige Laufzeit von 10 Jahren und die Anleihe von 7 Jahren. Letztere Angabe ist ein Mittelwert aus gängigen Anleihen von kommunalen Berliner Unternehmen wie die HOWOGE und die GEWOBA, die Anleihen zwischen 3 und 12 Jahren haben.

Strukturierungsentgelt entspricht dem gesamten Kapitaldienstvolumen (Zeile 24), der zur Refinanzierung der Entschädigungssummen aufgebracht werden muss. Ein Abgleich des gesamten Kapitaldienstvolumens (Zeile 25) mit dem potenziellen Kapitaldienstvolumen nach DSCR 1,1 (Zeile 13, Abbildung 3) und DSCR 1,0 dem Reinertrag (Zeile 11, Abbildung 3) gibt Auskunft darüber, ob die Zahlung der Tilgungsbeträge und der Zinsen in der jeweiligen Finanzierungsstruktur gezahlt werden können³¹.

5.2.3. Zahlungsfluss im Zeitverlauf

Um zu überprüfen, ob die Zahlungsverpflichtungen des Kapitaldienstes auch langfristig aus den Mieterträgen getragen werden können, haben wir für die gewählten Laufzeiten (30, 60, 90 Jahre) jeweils jahresweise Cash-Flow-Betrachtungen (Abb. 11) vorgenommen bei denen die jeweiligen Erträge, Aufwendungen und Kapitalkosten ausgewiesen werden.

Im Grundmodell (und auch in allen Variationen) haben wir eine jährliche Inflation von 2 Prozent unterstellt, die sich in einem kontinuierlichen Anstieg der Bewirtschaftungskosten („operational costs“, Zeile 2) und auch den im Modell kalkulierten Modernisierungsausgaben (Zeile 3) niederschlagen. Die Mietausfallwagnis (Zeile 4) die zu den Bewirtschaftungsaufwendungen hinzugerechnet wird, beträgt im Modell immer 2 Prozent der Nettokaltmiete – steigt also im selben Maß wie die Miethöhe. Im Grundmodell wurde eine jährliche Steigerung der Mieterträge (Zeile 1) von 1 Prozent angenommen – insbesondere, um die inflationsbedingten Mehrkosten der Bewirtschaftung aufzufangen, ohne das Volumen des Kapitaldienstes zu reduzieren.

Abbildung 11: Ausschnitt aus der Cash-Flow-Betrachtung des Grundmodells zur Refinanzierung auf 30 Jahre (alle Angaben in Mrd.)

# Year #	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
# Financial year	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
1 Rental income p.a.	1,26	1,27	1,28	1,30	1,31	1,32	1,34	1,35	1,36	1,38	1,39	1,40
2 Operational costs p.a.	-0,39	-0,39	-0,40	-0,41	-0,42	-0,43	-0,44	-0,44	-0,45	-0,46	-0,47	-0,48
3 Cap ex	0,18	0,18	0,18	0,19	0,19	0,19	0,20	0,20	0,21	0,21	0,21	0,22
4 Rent loss risk	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03
5 Rental expenditures p.a.	-0,59	-0,57	-0,59	-0,60	-0,61	-0,62	-0,63	-0,65	-0,66	-0,67	-0,69	-0,70
6 CF available for debt service (CFADS)	0,67	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
20 H secured bank loan (long-term)												
21 Loan amount	5,00	4,83	4,64	4,45	4,25	4,04	3,82	3,59	3,35	3,10	2,79	2,60
22 Interest	-0,23	-0,22	-0,21	-0,20	-0,19	-0,18	-0,17	-0,16	-0,15	-0,14	-0,13	-0,12
23 Repayment	0,18	0,18	0,19	0,20	0,21	0,22	0,23	0,24	0,25	0,26	0,26	0,27
24 Structuring Fee	-0,05											
25 Debt service	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
26 Remaining loan amount	4,83	4,64	4,45	4,25	4,04	3,82	3,59	3,35	3,10	2,84	2,60	2,50
30 H unsecured market financed												
31 Loan amount	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37
32 Interest	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,24	-0,24	-0,24	-0,24
33 Repayment	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
34 Structuring Fee	-0,05											
35 Debt service	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,17	-0,24	-0,24	-0,24	-0,24	-0,24
36 Remaining loan amount	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	4,37	4,37	4,37	4,37	4,37
40 Combined												
41 Total loan amount	10,00	9,83	9,64	9,45	9,25	9,04	8,82	7,96	7,72	7,47	7,07	6,97
42 Total Interest	-0,39	-0,39	-0,38	-0,37	-0,36	-0,35	-0,34	-0,40	-0,39	-0,37	-0,41	-0,40
43 Total Repayment	0,18	0,18	0,19	0,20	0,21	0,22	0,23	0,24	0,25	0,26	0,26	0,27
44 Total Structuring Fee	-0,10							0,04				
45 Total debt service	-0,67	-0,67	-0,67	-0,67	-0,67	-0,67	-0,67	-0,68	-0,64	-0,64	-0,63	-0,63
46 Total remaining loan amount	9,83	9,64	9,45	9,25	9,04	8,82	8,59	7,72	7,47	7,21	6,97	6,87
50 free CF	0,00	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,02	0,07	0,07	0,17	0,20
51 free CF accumulated (end of the year)	0,00	0,13	0,25	0,38	0,51	0,64	0,78	0,17	0,23	0,30	0,33	0,53
52 Interest cover (ICR)	1,70	1,80	1,85	1,89	1,94	2,00	2,06	2,22	1,82	1,88	1,72	1,74
53 DSCR	1,00	1,22	1,22	1,23	1,23	1,23	1,23	1,03	1,11	1,11	1,07	1,09
54 LTV	79%	77%	76%	74%	72%	71%	69%	62%	60%	58%	56%	55%
100 MV in Mrd [-Entschädigungssumme]	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50	12,50
								available for repayment	0,63		0,14	
								Goal free acc. CF (3months annuity)	0,14		0,16	

Wie in der Aufstellung des Grundmodells (Abb. 9) wird in jeder Jahresspalte der Cash-Flow-Betrachtung (Abb. 11) die Summe der Aufwendungen für die Bewirtschaftung (Zeile 5) und der Reinertrag als CFADS (Zeile 6) ausgewiesen. In den folgenden Zeilen werden dann jeweils in den Zehnerreihen (20er, 30er) die verschiedenen Quellen der Refinanzierung in den verschiedenen Kreditlinien dargestellt.

Das Fremdkapital wird entsprechend der verschiedenen Konditionen der Kredite und Anleihen mit ihren jeweils fälligen Kapitaldiensten erfasst. Dabei werden jeweils der bestehende Darlehensbetrag zu Beginn des Jahres in den Zeilen 21, 31; die jährlichen Zinszahlungen in den Zeilen 22, 32; sowie die

³¹ Für das Jahr 1 ist ein Vergleich von dem Reinertrag (Zeile 11) und dem Gesamt- Kapitaldienst (Zeile 25) entscheidend. Sprich, die Einhaltung eines DSCRs von 1,0. Ab Jahr zwei muss der Wert des Möglichen Kapitaldienstes (Zeile 13) eingehalten werden, wobei hier dann das Strukturierungsentgelt wegfällt.

jährlichen Tilgungsbeträge in den Zeilen 23, 33 angezeigt. Die kombinierten Werte werden jeweils in Zeile 41 respektive Zeile 42 und 43 dargestellt. Die Zeilen mit der Endung 4 zeigen die Strukturierungsentgelte an. Diese treten jeweils einmalig in Höhe von 1% zu Beginn der Zinsbindungsperiode auf (hier nach 10 bzw. 7 Jahren). Die Summe der Ausgaben für die Refinanzierung wird als Volumen des Kapitaldienstes (Debt-Service) (Zeilen 25, 35 und respektive 45) zusammengefasst. Der nach den Tilgungszahlungen verbleibende Darlehensbetrag am Ende der Jahre (Zeilen 26, 36 und kombiniert 46) wird als Startbetrag der nächsten Zahlungsperiode (Zeilen 21, 31, 41) in die nächste Spalte übernommen. Im Grundmodell wird für die grundbuchbesicherten Bank-Darlehensverträge von einer periodischen Tilgung (jeweils pro Jahr) und einer durchlaufenden Annuität in unveränderter Höhe für die jeweilige Laufzeit ausgegangen (Zeile 25). Der Kapitaldienst entspricht dabei immer der Summe aus Zinszahlung und Tilgung. Die Tilgungsanteile steigen dabei innerhalb der Zinsbindungszeiträume von Jahr zu Jahr, weil sich der jeweils zu verzinsende Restbetrag des Darlehens durch die bereits erfolgten Tilgungen reduziert. Unterbrochen wird dieser Prozess des jährlich steigenden Tilgungsanteils am Kapitaldienst, wenn nach Ablauf der Zinsbindung ein höherer Zinssatz zu zahlen ist. Im Grundmodell mit einer 10-jährigen Zinsgarantie für Bankdarlehen erhöht sich der Tilgungsanteil bis zum 10. Jahr stetig und im 11. Jahr sinkt er dann deutlich ab, wegen der dann höheren Zinsverpflichtung. Ab dem darauffolgenden Jahr steigt er dann wieder in Jahresschritten an.

Bei den endfälligen Kupon-Anleihen werden über den jeweils vereinbarten Zeitpunkt nur die Zinsen gezahlt und die vollständige Darlehenssumme muss am Ende der Laufzeit in einem einmaligen Zahlungsvorgang zurückgezahlt werden. Dies ermöglicht in den ersten Jahren eine höhere Liquidität und erlaubt dann, Rücklagen für die Tilgung eines Teilbetrages der Kupon-Anleihen zu verwenden. Der *Free Cash Flow* (Zeile 50) kann über die Jahre angesammelt werden als Reserve (Zeile 51). Die vereinfachte, hier dargestellte Planung sieht vor, dass mindestens zu jedem Zeitpunkt bankübliche 3 Monatsannuitäten als Reserve³² für unvorhergesehene Ereignisse zur Verfügung stehen. Der Differenzbetrag wird verwendet, um den Betrag der Anleihen zu reduzieren. Dies zeigt sich in der Abbildung durch die farblich hervorgehobenen Felder. Die 0,14 Mrd. €, die unten in grau dargestellt sind (siehe Jahr sieben unterhalb der Tabelle), sind ein Viertel des *Total Debt Services* aus dem Jahr 2031 (Zeile 45; siehe zweites graues Feld). Der Betrag des akkumulierten *Free Cash Flow* (Zeile 51) aus dem Jahr 7 (2031) wird um die 0,14 Mrd. € reduziert. € Somit bleibt ein Betrag von 0,63 Mrd. € zur Reduzierung des Anleihen-Betrages übrig (siehe blaue Felder des Jahres 2031). Der Restbetrag (Zeile 36) von 5,00 Mrd. wird daher um die 0,63 Mrd. € reduziert, im Jahr 8, wenn wieder eine Anleihe herausgegeben wird (siehe blaues Feld 2032). Dies führt am Ende des Jahres zu einem neuen Betrag des akkumulierten *Free Cash Flow* (Zeile 51) von 0,17 Mrd. € (siehe graues Feld). Anfang des Jahres sind es die zuvor definierten 0,14 Mrd. Dieser Ansatz wird nach jedem Ende der Anleihen-Periode erneut durchgeführt – in unserem Beispiel jeweils nach 7 Jahren, bis am Schluss der komplette Betrag getilgt ist.³³ Der gleiche Prozess, welcher Cash Sweep genannt wird (hierbei wird Geld aus dem freien Cashflow zur Rückzahlung verwendet) wird auch zur Reduzierung des Betrages der grundschuldbesicherten Bankdarlehen angewendet (siehe dunkelblaue und graue Markierungen im Jahr 10 und 11).

In den unteren Zeilen der Cash-Flow-Betrachtung des Grundmodells (Zeilen 50 bis 52) werden eine Reihe von finanzwirtschaftlichen Kennzahlen zur Überprüfung der Liquidität der Projektfinanzierung in den jeweiligen Jahren gezeigt.

Der *Zinsdeckungsgrad ICR* (Interest Coverage Ratio) (Zeile 52) gibt die jährlichen Zinskosten (Zeile 42) im Verhältnis zum operativen Ergebnis des Ertrages nach Abzug der Bewirtschaftungskosten (Zeile 6) aus und gilt vor allem für Banken und Finanzinstitute als wichtiges Maß um mögliche Ausfallrisiken bei der Zahlung von Zinsen zu bestimmen. ICR-Werte über 3 gelten als „sehr solide“, Werte zwischen 1,5 und 3,0 als akzeptabel. ICR-Werte unterhalb von 1,5 werden als kritisch angesehen, weil mit ihnen ein hohes Ausfallrisiko der Zinszahlungen verbunden ist (Deltavalue 2025, FasterCapital 2025). Mit steigenden Eigenkapitalanteil, durch die schrittweise Tilgung des Fremdkapitals erhöht sich der ICR-Wert im Zeitverlauf bei ansonsten gleichbleibenden Finanzierungsbedingungen. Im Grundmodell haben wir darauf geachtet, dass der ICR-Wert zu keinem Zeitpunkt die 1,5-Grenze unterschreitet.

Der Schuldendienstdeckungsgrad *DCSR* (*Debt Service Coverage Ratio*) (Zeile 53) gibt für jedes Jahr

³² Diese Reserve liegt z.B. auf einem Tagesgeldkonto und wird verzinst, wodurch Einnahmen generiert werden. Diese wurden hier in dieser Berechnung außenvorge lassen.

³³ Alternativ zur Tilgung durch Reserven könnte auch eine periodische Verschiebung von Teilbeträgen der Anleihen in grundschuldbesicherte Bankdarlehen stattfinden.

das Verhältnis der gesamten Kapitaldienstaufwendungen (Zinsen, Tilgung und Gebühren bzw. Strukturierungskosten) im Verhältnis zu den CFADS (Zeile 6) an. Wie in der Grundaufstellung dargestellt, sollte der Schuldendienstdeckungsgrad in jedem Fall bei min. 1,1 liegen. Unterschreitungen wurden in allen von uns vorgestellten Finanzierungsvariationen ausgeschlossen, es sei denn, dass es sich um ein sogenanntes (Re)strukturierungsjahr handelt (z.b. Jahr 1, 8, 11) – hier wird ein DSCR von 1,0 akzeptiert (siehe dunkelgrüne Markierungen).

Das *Loan-to-Value*-Verhältnis (LTV) (Zeile 54) ist ein weiterer Indikator, um die Sicherheit einer Kreditvergabe zu beurteilen. Dabei wird der gesamte Betrag des aufgenommenen Fremdkapitals ins Verhältnis zum Gesamtwert der vergesellschafteten Immobilienbestände gesetzt. In unserem Grundmodell haben wir als Gesamtwert die jeweilige Entschädigungssumme übernommen (dies könnte auch mit Werten aus jeweils aktuellen Marktwertgutachten ersetzt werden, die vermutlich höher ausfallen würden). Je geringer der LTV-Wert, desto geringer wird das Ausfallrisiko der Refinanzierung eingeschätzt. Bei marktüblichen Projekten der Immobilienfinanzierungen werden momentan ca. 20 Prozent Eigenkapital vorausgesetzt – der Anfangs-LTV-Wert liegt dann entsprechend bei ca. 80 Prozent. Im Zeitverlauf der Refinanzierung verringert sich das Loan-to-Value-Verhältnis durch die fortlaufenden Tilgungen der Darlehen³⁴.

³⁴ Der anfängliche Mindesttilgungsbetrag beträgt 0,1%.

6. Modellierung von Refinanzierungsvarianten

In diesem Kapitel werden auf der Basis des vorgestellten Grundmodells die damit aus den laufenden Mieterträgen refinanzierbaren Entschädigungssumme bestimmt. Im Anschluss werden in Form von Sensitivitätsanalysen die Auswirkungen von Variationen a) der Miethöhe, b) der Bewirtschaftungsaufwendungen, c) der Laufzeit von Kreditlinien sowie d) der Finanzierungsstruktur auf die Entschädigungshöhe abgeschätzt. Im Anschluss wird ein weites Spektrum von möglichen Kombinationen der Refinanzierungsvarianten vorgestellt.

6.1. Ausgangsmodell

Das Ausgangsmodell der Modellierung geht von einer Einstiegsrente von 7,00 €/m² und Bewirtschaftungskosten (inklusive Modernisierungsinvestitionen) von 3,73 €/m² aus. Entsprechend stehen für die Refinanzierung der Entschädigungssumme 3,27 €/m² zur Verfügung. Hochgerechnet auf den Gesamtbestand der 240.000 Vergesellschaftungswohnungen ergibt sich unter Berücksichtigung eines Schuldendienst-deckungsgrades (DCSR) von 1,1 ein potentieller Schuldendienst von 0,52 Mrd. € im ersten Jahr. Im Grundmodell wurde zur Deckung der steigenden Bewirtschaftungskosten ein jährlicher Mietanstieg von 1 Prozent berücksichtigt

Tabelle 7: Finanzaufstellung Grundmodell

Mietertrag (1. Jahr)	7,00 €/m ²
Bewirtschaftung (LWU)	3,73 €/m ²
Refinanzierungsbetrag	3,27 €/m ²
Refinanzierungsbetrag p.a.	39,27 €/m ²
Refinanzierungsbetrag je WE (61m ²) p.a.	2.396 €
Refinanzierungsbetrag (CFADS) p.a. (240.000 WE)	574.473.600 €
Potenzieller Schuldendienst (bei DSCR 1,1)	522.248.727 €

In der Finanzierungsstruktur des Grundmodells wird von einem Eigenkapitalanteil von 20 Prozent ausgegangen. Das aufzunehmende Fremdkapital wird zu jeweils gleichen Anteilen (40%) als klassisches Annuitäten-Darlehen (periodische Zahlungen von Zins und Tilgung) und endfällige Anleihen (die nach jeweils sieben Jahren zurückgezahlt werden müssen, so dass zunächst nur die Zinszahlungen anfallen) betrachtet. Für beide Darlehen wird im Grundmodell eine Laufzeit von 30 Jahren angenommen³⁵.

Der Zinssatz im Annuitätendarlehen wird mit 4,5 Prozent angenommen, die Zinsbindung beträgt 10 Jahre. Es wird in der Kalkulation ein einmaliger Zinsaufschlag von +2% berücksichtigt, so dass ab dem 11. Jahr ein Zinssatz von 6,5 Prozent in der Kalkulation berücksichtigt wird.

Die endfällige Anleihe geht mit einem Zinssatz von 4,0 Prozent in das Grundmodell ein und hat eine Laufzeit von sieben Jahren. Auch hier wird einmalig ein Zinsaufschlag von +2% berücksichtigt, so dass der kalkulierte Zins (der Wiederanlagesatz) der Anleihen ab dem 8. Jahr mit 6,0 Prozent in die Berechnung eingeht.

³⁵ Die meisten Immobilienfinanzierungen in der Bundesrepublik erfolgen mit einem Mix von 20 Prozent Eigenkapital und 80 Prozent Fremdkapital, das über ein oder mehrere Annuitätenkredite in einem festgelegten Zeitraum verzinst und getilgt werden muss. In der Evaluation des Rechnungshofberichtes verweist das DIW auf die Potenziale tilgungsfreier Darlehen, die in anderen Ländern genutzt werden, in Deutschland jedoch eher unüblich sei (DIW 2024: 5). Neben den dort genannten Verweisen auf Dänemark und die Niederlande, ist es auch in anderen europäischen Ländern (Scanlon et al. 2008) und in der Schweiz üblich, einen großen Teil der Immobilienfinanzierung nicht zu tilgen. In den dort üblichen Immobilienfinanzierungen werden bis zu 65 Prozent der Gesamtkosten einer Immobilien als sogenannte 1. Hypothek langfristig ausgereicht und muss nicht getilgt werden, so dass für diese durch den Immobilienwert abgesicherte Darlehen dauerhafte Zinszahlungen eingeplant werden müssen. Unter der Annahme von 20 Prozent Eigenkapital werden in der Schweiz nur 15 Prozent der gesamten Finanzierungssumme als 2. Hypothek vergeben und müssen in einem bestimmten Zeitraum getilgt werden (HYPOTHEKE.ch 2025). Angelehnt an diese Praxis haben wir im Grundmodell einen 40-Prozent-Anteil der Finanzierung über Anleihen vorgesehen, die als endfällige Darlehen nur verzinst und erst am Ende der Anleihenperiode zurückgezahlt oder durch eine neue Anleihe ersetzt werden. Die Studie geht dabei im Gegensatz zur Schweizer Finanzierungspraxis davon aus, dass der Anleihenbetrag bei Neuanlagen, jeweils um den Betrag der vorhandenen Rücklage ("free cashflow accumulated") reduziert wird, der über eine 3-monatige Annuität auf einem Rücklagenkonto für den Schuldendienst hinausgeht (siehe Rechenmodell, Zeile 51).

Tabelle 8: Finanzierungsaufstellung für 30 Jahre

	Eigenkapital	Bankdarlehen	Endfällige Anleihe
Anteil	20%	40%	40%
Zinsen in % p.a.	-	4,50%	4,00%
Zinsbindung		10 Jahre	7 Jahre
Tilgung (1. Jahr)		3,59%	0%
Strukturierungsentgelt (im 1. Jahr)		1%	1%
Zins nach Zinsbindung (einmalig)		+2%	+2%
Annuität (inklusive Strukturierungskosten)	-	9,08%	5,00%
max. Kapitaldienst	-	0,37	0,20
Refinanzierungsvolumen in Mrd. €	2,02	4,04	4,04
Potenzielle Entschädigungssumme	10,11 Mrd. €		

Auf der Basis dieser Finanzierungsaufstellung und eines potenziellen Schuldendienstes von 0,52 Mrd. € pro Jahr könnte eine Entschädigungssumme von 10,1 Mrd. € aus den Mieteinnahmen refinanziert werden.

6.2. Einfluss der Miethöhe

Eine erste Variation des Grundmodells kalkuliert die Refinanzierungseffekte für unterschiedliche Mieterträge. Entsprechend unterschiedlich fällt der potenzielle Schuldendienst aus. Bei einer Einstiegsmiete von 6,00 €/m² würde unter sonst gleichbleibenden Bedingungen der potenzielle Schuldendienst bei lediglich 0,36 Mrd. € pro Jahr liegen. Bei einer Miete von 8,00 €/m² hingegen würde der potenzielle Schuldendienst auf 0,68 Mrd. € ausgeweitet werden.

Tabelle 9: Einfluss der Miethöhe auf den potentiellen Kapitaldienst

Mietertrag (1. Jahr)	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²
Bewirtschaftung (LWU)	3,73 €/m ²	3,73 €/m ²	3,73 €/m ²
Refinanzierungsbetrag	2,27 €/m ²	3,27 €/m ²	4,27 €/m ²
Refinanzierungsbetrag p.a.	27,24 €/m ²	39,24 €/m ²	51,24 €/m ²
Refinanzierungsbetrag je WE (61m ²) p.a.	1.662 €	2.394 €	3.126 €
Refinanzierungsbetrag p.a. (240.000 WE)	398.793.600 €	574.473.600 €	750.153.600 €
Potenzieller Schuldendienst (bei DSCR 1,1)	362.539.636 €	522.248.727 €	681.957.818 €

Entsprechend unterscheiden sich die Ertragsvarianten in ihren Refinanzierungsspielräumen. Während im Grundmodell der Finanzierung mit einer Einstiegsmiete von 6,00 €/m² eine Entschädigungssumme von etwa 6,81 Mrd. € refinanziert werden könnte, sind es bei einer Einstiegsmiete von 8,00 €/m² bereits 13,38 Mrd. €.

Tabelle 10: Einfluss der Miethöhe auf die Entschädigungssumme (Finanzaufstellung)

Mietertrag (1. Jahr)	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²
Maximaler Kapitaldienst (in Mrd. €)	0,37	0,52	0,68
Eigenkapital (in Mrd. €)	1,36	2,02	2,68
Annuitätendarlehen (in Mrd. €)	2,73	4,04	5,35
Endfällige Anleihe (in Mrd. €)	2,73	4,04	5,38
Potenzielle Entschädigungssumme	6,81 Mrd. €	10,11 Mrd. €	13,38 Mrd. €

Im Grundmodell beträgt der Miethöheneffekt eine Ausweitung oder Verengung des Entschädigungsvolumens von über 3 Mrd. € je 1,00 € Miethöhe.

6.3. Einfluss der Bewirtschaftung

In der zweiten Variation wird der Einfluss der verschiedenen Bewirtschaftungsweisen auf die Refinanzierungsspielräume betrachtet. Unter sonst gleichbleibenden Bedingungen (Einstiegsrente 7,00 €/m²) unterscheidet sich der potenzielle Schuldendienst zwischen 0,41 Mrd. € in der Variante „Bewirtschaftung Plus“ und 0,65 Mrd. € in der Variante „Bewirtschaftung Basis“ erheblich.

Tabelle 11: Einfluss der Bewirtschaftungsvarianten auf den potentiellen Kapitaldienst

Bewirtschaftung	Plus	LWU	Basis
Mietertrag (1. Jahr)	7,00 €/m ²	7,00 €/m ²	7,00 €/m ²
Bewirtschaftung	4,44 €/m²	3,73 €/m²	2,94 €/m²
Refinanzierungsbetrag	2,56 €/m ²	3,27 €/m ²	4,06 €/m ²
Refinanzierungsbetrag p.a.	30,72 €/m ²	39,24 €/m ²	48,72 €/m ²
Refinanzierungsbetrag je WE (61m ²) p.a.	1.874 €	2.394 €	2.972 €
Refinanzierungsbetrag p.a. (240.000 WE)	449.740.800 €	574.473.600 €	713.260.800 €
Potenzieller Schuldendienst (bei DCSR 1,1)	408.855.273 €	522.248.727 €	648.418.909 €

Die Bewirtschaftung der Bestände hat einen deutlichen Einfluss auf die Refinanzierungsspielräume des Vergesellschaftungsvorhabens. In der Variante „Bewirtschaftung Plus“ mit ausgeweiteten Aufwendungen für Verwaltung und Instandhaltung könnte unter den Konditionen des Grundmodells eine Entschädigungssumme von 7,08 Mrd. € aus den Mieterträgen refinanziert werden. Im Modell „Bewirtschaftung Basis“ mit einer Orientierung an den notwendigen Ausgaben könnte unter sonst konstanten Bedingungen eine Entschädigungssumme von bis zu 12,38 Mrd. € refinanziert werden.

Tabelle 12: Einfluss der Bewirtschaftungsvarianten auf die Entschädigungssumme (Finanzaufstellung)

Bewirtschaftung	Plus	LWU	Basis
Bewirtschaftung	4,44 €/m²	3,73 €/m²	2,94 €/m²
Maximaler Kapitaldienst (in Mrd. €)	0,41	0,52	0,65
Eigenkapital (in Mrd. €)	1,451	2,02	2,55
Annuitätendarlehen (in Mrd. €)	3,01	4,04	5,10
Endfällige Anleihe (in Mrd. €)	3,01	4,04	5,10
Potenzielle Entschädigungssumme	7,53 Mrd. €	10,11 Mrd. €	12,88 Mrd. €

Wie bei den Erträgen entspricht auch bei den Aufwendungen 1,00 €/m² Mehrausgaben oder Reduzierung einer Verringerung bzw. Erweiterung der Refinanzierungsspielräume etwa 2,6 Mrd. €.

6.4. Einfluss der Laufzeit

Die Variation der Laufzeiten von Krediten und Rückzahlverpflichtungen entfaltet ihren Effekt für die Höhe der aus den Mieten refinanzierbare Entschädigungssumme insbesondere über die Reduktion der jeweils anfallenden Tilgungsanteile an den jährlichen Zahlungsverpflichtungen.

Unter den Bedingungen des Grundmodells (7,00 €/m² Einstiegmieten, LWU-Bewirtschaftung, potenzieller Schuldendienst von 0,52 Mrd. € p.a.) verringert sich der anfängliche Tilgungsbetrag mit längeren Laufzeiten deutlich. Bei Finanzierungsmodellen mit einer Laufzeit von 30 Jahren liegt die initiale Tilgung bei 3,63% p.a. und sinkt bei einer Verdoppelung der Laufzeit auf 1,84% p.a. Bei Refinanzierungszeiträumen von 90 Jahren beträgt der Tilgungsanteil im 1. Jahr sogar nur 0,1% p.a. und die langfristige Tilgung erfolgt im hier vorgestellten Modell eher über die Sonderzahlungen, die sich aus den Überschüssen der 7- und 10-Jahreszeiträume ansammeln, als über die regulären Tilgungsbeträge.

Geringere jährliche Tilgungsraten bedeuten, dass aus dem potenziellen Schuldendienst eine höhere Entschädigungssumme zurückgezahlt werden kann.

Tabelle 13: Einfluss der Laufzeit auf die Entschädigungssumme (Finanzaufstellung)

Laufzeit	30 Jahre	60 Jahre	90 Jahre
Tilgung (initial)	3,58%	0,65%	0,1%
Maximaler Kapitaldienst (in Mrd. €)	0,52	0,52	0,52
Eigenkapital (in Mrd. €)	2,02	2,65	2,71
Annuitätendarlehen (in Mrd. €)	4,04	5,30	5,42
Endfällige Anleihe (in Mrd. €)	4,04	5,30	5,42
Potenzielle Entschädigungssumme	10,11 Mrd. €	12,57	13,56

Eine Ausweitung des Refinanzierungszeitraum auf 60 Jahre erhöht die aus den Mieterträgen bezahlbare Entschädigungssumme um knapp 3,2 Mrd. € auf 13,3 Mrd. – eine Verlängerung auf 90 Jahre würde die mögliche Entschädigungssumme lediglich um 0,3 Mrd. € auf 13,6 Mrd. € erhöhen.

Da unter den definierten Bedingungen der Schuldendienst inklusive der *Strukturierungskosten* vom ersten Jahr an aus den Erträgen aus der Vermietung gedeckt werden sollen, kann sich der Langzeiteffekt nicht voll entfalten und die Entschädigungshöhe wird vor allem von den Zahlungspotentialen der ersten Jahre bestimmt. Obwohl es im 90-Jahre-Modell fast keinen Tilgungsbetrag gibt, wäre die Entschädigungssumme bereits nach 71 Jahren vollständig zurückgezahlt.

6.5. Einfluss der Finanzierungsstruktur

In den Varianten zur Finanzierungsstruktur werden sowohl der Anteil des Eigenkapitals als auch die Zusammensetzung von Annuitätendarlehen und Anleihefinanzierung im Grundmodell verändert. Ertrag und Aufwendungen sowie der potenzielle Kapitaldienst (*Rechenmodell*, Zeile 13) sind dabei in allen Varianten unverändert bei 0,52 Mrd. € pro Jahr.

Bei einer Finanzierung „ohne Eigenkapital“ bei einer paritätischen Aufteilung der Refinanzierungskosten zwischen dem Annuitätendarlehen und den endfälligen Anleihen reduziert sich die aus den Mieten refinanzierbare Entschädigungshöhe auf 8,1 Mrd. €. Bei einer vollständigen Finanzierung des Fremdkapitals über endfällige Anleihen könnten 12,1 Mrd. € Entschädigungssumme aus den Mieten refinanziert werden.³⁶

Tabelle 14a: Einfluss der Finanzierungsstruktur auf die Entschädigungssumme (Finanzaufstellung)

Finanzierungsstruktur	ohne Eigenkapital	Grundmodell	80% Anleihe
Maximaler Kapitaldienst (in Mrd. €)	0,52	0,52	0,52
Eigenkapital (in Mrd. €)	-	2,02	2,42
Annuitätendarlehen (in Mrd. €)	4,05	4,04	-
Endfällige Anleihe (in Mrd. €)	4,05	4,04	9,67
Potenzielle Entschädigungssumme	8,09 Mrd. €	10,11 Mrd. €	8,2 Mrd. €

6.6. Einfluss der Zinshöhe

In den hier untersuchten Finanzierungsmodellen sind die aus den Erträgen finanzierbaren Entschädigungssummen auch von der Zinshöhe abhängig. Eine Vergleich zeigt, wie sich die Veränderung der Zinshöhe um 1 Prozentpunkt auf die Finanzierung der Vergesellschaftung auswirken würde.

Tabelle 14b: Einfluss der Zinshöhe auf die Entschädigungssumme (Finanzaufstellung)

Finanzierungsstruktur	Zins +1% (5,50% Kredit / 5,00% Anleihe)	Grundmodell (4,50% Kredit / 4,00% Anleihe)	Zins -1% (3,50% Kredit / 3,00% Anleihe)
Maximaler Kapitaldienst (in Mrd. €)	0,52	0,52	0,52
Eigenkapital (in Mrd. €)	1,80	2,02	2,28
Annuitätendarlehen (in Mrd. €)	3,60	4,04	4,56
Endfällige Anleihe (in Mrd. €)	3,60	4,04	4,56
Potenzielle Entschädigungssumme	9,08 Mrd. €	10,11 Mrd. €	11,40 Mrd. €

Eine Veränderung der Finanzierungsbedingungen in Form einer Erhöhung des Zinssatzes von 1 Prozent p.a. würde die potenzielle Entschädigungssumme im Grundmodell (30 Jahre Laufzeit mit LWU-Bewirtschaftung und 7,00 €/m² Einstiegsrente) um etwa 1,12 Mrd. € reduzieren. Eine Absenkung der Zinssätze hingegen würde die Refinanzierungsspielräume erweitern und die aus den Mieterträge refinanzierbare Entschädigungssumme um 1,29 Mrd. € auf 11,4 Mrd. € erhöhen.

³⁶ Ab dem 8. Jahr würden in dieser Variante jedoch durch die Steigerung der Zinssätze um +2% ein negativer Cash-Flow entstehen, der durch eine Erhöhung der Miethöhe auf 1,1 % p.a. und einem einmaligen Zuschuss in Höhe der Strukturierungskosten ausgeglichen werden könnte.

6.7. Kombinationen der Finanzierungsmodelle

Eine Reihe von Kombinationsmöglichkeiten der verschiedenen Variationen des Finanzierungsmodells sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst. Die Spanne der aus diesen verschiedenen Kombinationen aus den Mieterträgen refinanzierbaren Entschädigungssummen umfasst Werte zwischen 3,1 Mrd. € (Laufzeit 30 Jahre, Einstiegsmiete 6,00 €/m², Bewirtschaftungsausgaben Plus und eine Finanzierung des gesamten Fremdkapitals über ein Annuitätendarlehen) bis zu 20,4 Mrd. € (Laufzeit 90 Jahre, Einstiegsmiete 8,00 €/m², Bewirtschaftungsausgaben Basis und Finanzierung des gesamten Fremdkapitals über endfällige Anleihen)³⁷.

³⁷ Unter der Annahmen von um 1 Prozentpunkt günstigeren Zinskonditionen wären unter den Bedingungen einer reduzierten Bewirtschaftung, einer Einstiegsmiete von 8,00 €/m² und einer Laufzeit von 90 Jahren sogar eine Entschädigungssumme von 25,6 Mrd. € aus den Mieterträgen finanzierbar.

Tabelle 15: Refinanzierungsszenarien und max. Entschädigungshöhe in Mrd. €.

Refinanzierungskondition [20% EK // 40% Kredit zu 4,5% p.a. // 40% Anleihe zu 4,0% p.a.]									
	Bewirtschaftung Basis (2,94 €/m²)			Bewirtschaftung LWU (3,73 €/m²)			Bewirtschaftung Plus (4,44 €/m²)		
Einstiegsrente	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²
Laufzeit 30 Jahre (+1%)	9,6	12,9	16,1	6,8	10,1	13,4	4,1	7,5	10,8
Laufzeit 60 Jahre (+1,2%)	12,1	16,2	20,2	8,3	12,6	16,8	4,7	9,1	13,3
Laufzeit 90 Jahre (+1,7%)	12,7	16,8	20,9	9,5	13,6	17,6	6,5	10,6	14,7
Refinanzierungskondition [20% EK // 80% Kredit zu 4,5% p.a. // 0% Anleihe zu 4,0% p.a.]									
	Bewirtschaftung Basis (2,94 €/m²)			Bewirtschaftung LWU (3,73 €/m²)			Bewirtschaftung Plus (4,44 €/m²)		
Einstiegsrente	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²
Laufzeit 30 Jahre (+1%)	7,4	9,9	12,3	5,3	7,8	10,2	3,2	5,9	8,4
Laufzeit 60 Jahre (+1,2%)	10,5	14,0	17,6	7,4	11,0	14,5	4,0	8,1	11,8
Laufzeit 90 Jahre (+1,7%)	12,1	15,9	19,8	9,0	12,8	16,7	6,2	10,0	13,9
Refinanzierungskondition [20% EK // 0% Kredit zu 4,5% p.a. // 80% Anleihe zu 4,0% p.a.]									
	Bewirtschaftung Basis (2,94 €/m²)			Bewirtschaftung LWU (3,73 €/m²)			Bewirtschaftung Plus (4,44 €/m²)		
Einstiegsrente	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²
Laufzeit 30 Jahre (+1%)	7,8	10,7	13,4	5,4	8,2	11,0	3,2	6,0	8,8
Laufzeit 60 Jahre (+1,2%)	11,6	15,6	19,5	7,4	11,7	16,3	3,8	8,2	12,5
Laufzeit 90 Jahre (+1,7%)	12,4	16,4	20,4	9,3	13,2	17,2	6,4	10,4	14,3
Refinanzierungskondition [0% EK // 50% Kredit zu 4,5% p.a. // 50% Anleihe zu 4,0% p.a.]									
	Bewirtschaftung Basis (2,94 €/m²)			Bewirtschaftung LWU (3,73 €/m²)			Bewirtschaftung Plus (4,44 €/m²)		
Einstiegsrente	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²
Laufzeit 30 Jahre (+1%)	7,7	10,3	12,9	5,5	8,1	10,7	3,3	6,0	8,7
Laufzeit 60 Jahre (+1,2%)	9,7	13,0	16,2	6,6	10,1	13,5	3,8	7,3	10,7
Laufzeit 90 Jahre (+1,7%)	10,2	13,4	16,7	7,6	10,8	14,1	5,2	8,5	11,7
Refinanzierungskondition [20% EK // 40% Kredit zu 3,5% p.a. // 40% Anleihe zu 3,0% p.a.] (Zins -1%)									
	Bewirtschaftung Basis (2,94 €/m²)			Bewirtschaftung LWU (3,73 €/m²)			Bewirtschaftung Plus (4,44 €/m²)		
Einstiegsrente	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²
Laufzeit 30 Jahre (+1%)	10,9	14,5	18,2	7,6	11,4	15,1	4,5	8,4	12,2
Laufzeit 60 Jahre (+1,2%)	14,1	19,1	24,0	9,6	14,6	19,6	5,3	10,5	15,5
Laufzeit 90 Jahre (+1,7%)	15,6	20,6	25,6	11,6	16,6	21,6	8,0	12,9	17,9
Refinanzierungskondition [20% EK // 40% Kredit zu 5,5% p.a. // 40% Anleihe zu 5,0% p.a.] (Zins +1%)									
	Bewirtschaftung Basis (2,94 €/m²)			Bewirtschaftung LWU (3,73 €/m²)			Bewirtschaftung Plus (4,44 €/m²)		
Einstiegsrente	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²	6,00 €/m²	7,00 €/m²	8,00 €/m²
Laufzeit 30 Jahre (+1%)	8,6	11,5	14,4	6,1	9,1	12,0	3,7	6,7	9,7
Laufzeit 60 Jahre (+1,2%)	10,4	13,9	17,3	7,3	11,0	14,4	4,3	8,0	11,7
Laufzeit 90 Jahre (+1,7%)	10,7	14,1	17,6	8,0	11,4	14,8	5,5	8,9	12,3

Deutlich wird in der Aufstellung der Szenarien, dass sowohl die Bewirtschaftungsausgaben als auch die Einstiegsrente entscheidenden Einfluss auf die maximal refinanzierbare Entschädigungssumme haben. Eine Ausweitung der Laufzeit hat ebenfalls einen sichtbaren Effekt auf die potentiellen Entschädigungshöhen, der jedoch im hier entwickelten Modell ab einer Laufzeit von 60 Jahren nur noch eine kleine Hebelwirkung entfaltet. In fast allen Variationen fällt der zusätzliche Vorteil von 90jährigen Laufzeiten nur sehr gering aus. Die Erhöhung der Finanzierungsanteile, die über endfällige Darlehen oder Anleihen getragen werden, haben ebenfalls einen spürbaren Effekt auf den möglichen Schuldendienst.

Nicht gesondert untersucht wurden in unserem Modell Variationen, bei denen die Refinanzierung in den ersten Jahren durch Zuschüsse unterstützt wird. Grundsätzlich gilt jedoch, dass die hier kalkulierten Entschädigungssummen im Wesentlichen von den Modellrestriktionen in den ersten Jahren bestimmt werden. Auch eine deutliche Erhöhung des Eigenkapitalanteils würde die Refinanzierungsspielräume signifikant erhöhen.

7. Zusammenfassung

Diese Kurzstudie untersucht die wirtschaftliche Machbarkeit einer Vergesellschaftung großer privater Wohnungsbestände mit Blick auf die Refinanzierung möglicher Entschädigungszahlungen. Im Mittelpunkt steht die Frage, in welcher Höhe Entschädigungssummen angesetzt werden können, damit sie dauerhaft und ohne öffentliche Zuschüsse aus den Mieteinnahmen refinanzierbar sind – bei gleichzeitig sozialverträglichen Mieten und substanzerhaltender Bewirtschaftung.

Im Gegensatz zu Ansätzen, die von extern festgelegten Entschädigungssummen ausgehen und aus einer „Investoren-Perspektive“ fragen, welche Auswirkungen eine Vergesellschaftung auf den Haushalt des Landes Berlin hätten, argumentiert die hier vorgelegte Studie aus einer „Banken-Perspektive“ und fragt danach, welche Entschädigungssumme aus den Mieterträgen refinanziert werden kann.

Um den Vergesellschaftungszweck bei der Festlegung von Entschädigungsansprüchen begründet berücksichtigen zu können, stellt die Studie die Refinanzierungspotenziale von verschiedenen Mietpreisvarianten und Bewirtschaftungsoptionen gegenüber. Die Studie zeigt, dass die ökonomische Tragfähigkeit einer Vergesellschaftung nicht von fixen Marktwerten abhängt, sondern von den politischen und administrativen Entscheidungen über Miethöhe, Bewirtschaftungsstandard, Tilgungsdauer und Finanzierungsmodell. Die in der Studie vorgestellten Varianten der Refinanzierung verweisen darauf, dass insbesondere durch längere Laufzeiten, moderate Tilgung und günstige Kreditkonditionen erhebliche Spielräume zur Finanzierung auch größerer Entschädigungsbeträge entstehen.

Ausgangspunkt ist die Annahme, dass rund 240.000 Wohnungen – insbesondere solche im Eigentum großer privater Bestandshalter – vergesellschaftet werden. Die Studie entwickelt ein auf Projektfinanzierungen basierendes Rechenmodell, das den Schuldendienst (Zins und Tilgung) aus den Darlehensparametern ableitet und diesen den Netto-Kaltmieterträgen abzüglich der laufenden Bewirtschaftungskosten gegenübergestellt. Maßgeblich ist dabei des Weiteren die in der Bankpraxis übliche *Debt Service Coverage Ratio* (DSCR), die eingehalten werden muss.

Im Rahmen dieser Studie wurden unterschiedliche Varianten bei Mieteinnahmen, Bewirtschaftungskosten und Finanzierungsparametern modelliert. Für die Nettokaltmiete werden Einstiegswerte zwischen 6,00 Euro und 8,00 Euro/m² angesetzt, wobei eine jährliche Mietsteigerung von 1 % unterstellt wird. In Bezug auf die Bewirtschaftung wird mit drei Szenarien gearbeitet: einer minimalistischen Basisvariante (2,94 Euro/m²), einer Orientierung an den landeseigenen Wohnungsunternehmen Berlins (3,73 Euro/m²) und einer Plus-Variante mit besonders intensiver Instandhaltung und erweiterten Mieter*innenservices (4,44 Euro/m²).

Die Modellrechnungen zeigen, dass unter konservativen Annahmen (niedrige Mieten, hohe Bewirtschaftungskosten, kurze Laufzeiten) Entschädigungssummen von 9 bis 11 Milliarden Euro tragfähig wären. In realistischen mittleren Szenarien liegt der finanzierbare Betrag zwischen 10 und 17 Milliarden Euro. Unter besonders günstigen Zinskonditionen (z. B. langfristige Anleihen und Darlehen mit einer 1 % niedrigeren Verzinsung) können sogar Entschädigungssummen von bis zu 25 Milliarden Euro aus den Mieterträgen refinanziert werden – ohne zusätzliche Mittel aus dem öffentlichen Haushalt.

Insgesamt belegt die Studie, dass eine sozialverträgliche, substanzerhaltende und eigenwirtschaftlich tragfähige Bewirtschaftung von vergesellschafteten Wohnungsbeständen möglich ist. Eine neu zu gründende Anstalt öffentlichen Rechts (AöR) könnte dabei dauerhaft ohne öffentliche Zuschüsse agieren, wenn Entschädigungsbeträge an den tatsächlichen Refinanzierungsmöglichkeiten aus den Mieterträgen ausgerichtet werden. Die Höhe dieser tragfähigen Entschädigung lässt sich – je nach Variante – belastbar kalkulieren und liegt in einem Spektrum von 10 bis 17 Milliarden Euro.

Die Studie stellt hierfür nicht nur ein nachvollziehbares Berechnungsmodell bereit, sondern zeigt durch Sensitivitätsanalysen auch die Auswirkungen einzelner Parameterveränderungen. Sie leistet damit einen wichtigen Beitrag zur sachlichen und differenzierten Auseinandersetzung um die ökonomische Umsetzbarkeit einer gemeinwohlorientierten Wohnungsversorgung in öffentlicher Hand und versteht sich als Einladung für eine vertiefte Auseinandersetzung, um ein tragfähiges Refinanzierungsmodell einer Vergesellschaftung großer Wohnungsbestände weiterzuentwickeln.

Quellen

Analyse und Konzepte 2018: Servicemonitor Wohnen 2018. Was bedeutet gutes Wohnen.
Hamburg: Analyse & Konzepte

BBU 2024: BBU-Jahresstatistik 2023: Bestands- und Warmmieten Berlin im Dezember 2023 (<https://bbu.de/print/pdf/node/35729>)

Bernt, Matthias; Holm, Andrej 2023: Vergesellschaftung senkt die Miete : Kurzstudie zu den sozialen Effekten einer möglichen Vergesellschaftung von Wohnungen in Berlin. Korrigierte Fassung. Berlin : Rosa-Luxemburg-Stiftung.
(https://www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/Studien/Studie_1-23_Vergesellschaftung.pdf)

Bulwiengesa 2025: BF.Quartalsbarometers.
https://bulwiengesa.de/sites/default/files/2025-05/bf.qb_q2_2025_extern.pdf

Deltavalue 2025: Interest Coverage Ratio – Erklärung & Interpretation.
<https://www.deltavalue.de/interest-coverage-ratio/>

Deutsche Wohnen & Co enteignen (Hrsg.), Wie Vergesellschaftung gelingt – Zum Stand der Debatte. Berlin: parthasverlag

DIW 2024: Evaluation des vom Rechnungshof von Berlin erstellten Berichts „Zu den Auswirkungen einer Vergesellschaftung großer Wohnungsunternehmen auf den Landeshaushalt“. Berlin: DIW

Erste Sparkasse 2025: Money market fixed income. <https://www.sparkasse.at/investments-en/markets/market-overview/money-market-fixed-income>

FasterCapital 2025: Zinsdeckungsgrad Bewertung der Schuldendienstfähigkeit (<https://fastercapital.com/de/inhalt/Zinsdeckungsgrad--Bewertung-der-Schuldendienstfaehigkeit.html>)

Gewobag 2021: Gewobag gibt erstmalig Social-Bond in Höhe von 500 Millionen Euro aus.
<https://www.gewobag.de/ueber-uns/presse-und-medien/gewobag-gibt-erstmalig-social-bond-in-hoehe-von-500-millionen-euro-aus/>

Holm, Andrej; Gerhardt, Sebastian; Scheller, David; Gastaminza, Itziar 2024: Keine Profite mit der Miete! Strategien für eine bestandssichernde, nachhaltige und soziale Bewirtschaftung großer Wohnungsbestände. Berlin: RLS (https://www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/Studien/Studien_2-24_Keine_Profite_2.Aufl_web.pdf)

HOWOGE 2025: Investor Relations. Basisinformationen. <https://ir.howoge.de/#creditrating>

HUD (United States Department of Housing and Urban Development) 2023:
DSCR: Debt Service Coverage Ratio in Relation to HUD 223(f) Loans.
<https://www.hud223f.loans/hud-223f-faqs/dscr-debt-service-coverage-ratio/>

HYPOTHEKE.ch 2025: 1. und 2. Hypothek.
(<https://www.hypothek.ch/erste-hypothek-zweite-hypothek/>)

Kirchner, Joachim 2004: Investitionsrechnungen in der Wohnungswirtschaft.
Wohnungswirtschaftliche Theorie I. (Vorlesungsskript).
Darmstadt: Institut Wohnen und Umwelt (IWU)

Kofner, Stefan 2024: Investitionsrechnung für Immobilien. Wirtschaftlichkeit und Nachhaltigkeit im Lebenszyklus. (6. Auflage). Freiburg/München/Stuttgart: Haufe Group

Lauer, Jörg 2020: Portfolio-Finanzierungen im gewerblichen Immobiliengeschäft. Besonderheiten ihrer Strukturierung. (<https://www.fch-gruppe.de/Beitrag/15000/portfoliofinanzierungen-im-gewerblichen-immobiliengeschaeft>)

Müller, Nikolas; Pfnür, Andreas 2016: Wirtschaftlichkeitsberechnungen bei verschärften energetischen Standards für Wohnungsneubauten aus den Perspektiven von Eigentümern und Mietern – Methodisches Vorgehen und Fallbeispiel. In: Pfnür, Andreas (Hrsg.), Arbeitspapiere zur immobilienwirtschaftlichen Forschung und Praxis, Band Nr. 32.

Rechnungshof von Berlin 2024: Bericht zu den Auswirkungen einer Vergesellschaftung großer Wohnungsunternehmen auf den Landeshaushalt (Bericht nach § 88 Abs. 2 Landeshaushaltsordnung an den Regierenden Bürgermeister von Berlin, die Senatsverwaltung für Finanzen und die Senatsverwaltung für Stadtentwicklung, Bauen und Wohnen. Berlin: Rechnungshof von Berlin (<https://www.berlin.de/rechnungshof/veroeffentlichungen/veroeffentlichungen/rs-beratungsbericht-vergesellschaftung.pdf>)

Reiß, Herbert 1996: Der wohnungswirtschaftliche Jahresabschluss nach Handels- und Steuerrecht. In: Jenkis, Helmut (Hg.): Kompendium der Wohnungswirtschaft. München/Wien: R. Oldenbourg Verlag, 598-626

Scanlon, Kathleen; Lunde, Jens; Whitehead, Christine 2008: Mortgage product innovation in advanced economies: more choice, more risk. *European journal of housing policy*, 8(2), 109-131.

SenSBW 2023: Verwaltungsvorschriften für die soziale Wohnraumförderung des Miet- und Genossenschaftswohnungsbaus in Berlin 2023 (Wohnungsbauförderungsbestimmungen 2023 - WFB 2023) (https://www.berlin.de/sen/bauen/_assets/neubau/wfb_2023_amtsblattveroeffentlichung.pdf)

SenSBW 2024a: Berliner Mietspiegel 2024 (https://www.berlin.de/sen/wohnen/_assets/service/mietspiegel2024.pdf)

SenSBW 2024b: Lagebericht. Sitzung des Bündnisses für Wohnungsbau und bezahlbares Wohnen am 30. September 2024 (https://www.berlin.de/sen/bauen/_assets/neubau/buendnis/buendnis-lagebericht-30092024.pdf)

Anhang: Glossar der Parameter

Kurzdarstellung der genutzten Parameter für die Modellierung und Abschätzung der jeweiligen Einzeleffekte auf Miethöhen bzw. Refinanzierungsvolumen (Tabellenformat). Die Begriffe des Glossars sind alphabetisch geordnet und verschiedenen Kategorien zugeordnet: a) Mieterträge, b) Aufwendungen der Bewirtschaftung, c) Kapital- und Refinanzierungskosten, d) immobilienwirtschaftliche Kennzahlen und e) finanzwirtschaftliche Begriffe. Ebenfalls in der Tabelle ausgewiesen werden Verknüpfungen zu der unter Kapitel 5 vorgestellten Tabelle des in der Studie genutzten Rechenmodells.

■ Annuitätendarlehen

Kategorie c). Kapital- und Refinanzierungskosten

Ein Annuitätendarlehen ist ein Darlehen, bei dem der Kreditnehmer während der gesamten Laufzeit eine gleichbleibende Rate (Annuität) zahlt. Diese Rate setzt sich aus einem Zins- und einem Tilgungsanteil zusammen. Mit fortschreitender Laufzeit sinkt der Zinsanteil aufgrund der abnehmenden Restschuld, während der Tilgungsanteil entsprechend steigt.

Quelle: Haber et al. (2004): Fachlexikon Immobilienwirtschaft, 3. Aufl., Bernd Falk (Hrsg.), Köln, S.45.

■ Barmittelstrom / Cash Flow (CF) / Cash Flow Available for Debt Service (CFADS)

Kategorie d). Immobilienwirtschaftliche Kennzahlen

Der (operative) Barmittelstrom ist der Geldbetrag, der nach Abzug aller laufenden Kosten von den Mieteinnahmen übrig bleibt, bevor der Tilgungsanteil der Kapitalkosten abgezogen wird.

Quelle: <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/cashflow-29173/version-252786>

Querverweise zu ReFi-Tool (Excel): Mappe CF, Zeile 1

Rechnungsweg:

Cashflow=Jahresnettokaltmiete–Betriebskosten (nicht umlagefähig)–Verwaltungskosten–Instandhaltungsrücklage (CapEx)–Zinszahlungen–Tilgungsanteil (optional, je nach Betrachtung)

■ Barwert / Present Value (PV)

Kategorie d). Immobilienwirtschaftliche Kennzahlen

Aktueller Wert eines zukünftigen Geldbetrags oder einer Reihe zukünftiger Zahlungen. Der Barwert wird abgezinst auf den heutigen Zeitpunkt. Er berechnet, wie viel zukünftige Zahlungen heute wert sind, wenn man einen bestimmten Zinssatz (Abzinsungsfaktor) anlegt.

Quelle: <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/barwert-27685/version-251329>

Rechnungsweg:

$$BW_0 = \sum_{t=1}^n C_t \cdot (1+i)^{-t}$$

Der Barwert BWO ist die Summe der mit dem Kalkulationszinssatz i auf den heutigen Zeitpunkt diskontierten künftigen Zahlungen C_t .

■ Beleihungsquote / Loan to Value (LTV)

Kategorie c). Kapital- und Refinanzierungskosten

Der Loan-to-Value (LTV) beschreibt das Verhältnis zwischen der Darlehenshöhe und dem Marktwert

der Immobilie.

Quelle: BaFin, Merkblatt zu Immobilienkrediten, 2022

Querverweise zu ReFi-Tool (Excel): Mappe CF, Zeile 66

Rechnungsweg:

$$LTV = \frac{\text{Kreditsumme}}{\text{Verkehrswert der Immobilie}} \times 100$$

■ Diskontierungsfaktor / Discount Factor (DF) | Diskontierungszinssatz Discount Rate (r)

Kategorie d). Immobilienwirtschaftliche Kennzahlen

Der Diskontierungsfaktor bzw. der Diskontierungszinssatz ist ein kalkulatorisches Instrument, mit dem zukünftige Zahlungsströme (z. B. Mieteinnahmen) auf ihren heutigen Wert abgezinst werden. Der zugrunde liegende Diskontierungszinssatz ergibt sich aus Kapitalmarktzinsen, Risikozuschlägen, Inflationserwartungen, Renditeanforderungen und Opportunitätskosten – je nach Objekt, Markt und Investorentyp.

Quelle: Lübke, Ulrich; Müller, Andreas: Immobilienbewertung – Grundlagen und Praxis, 5. Aufl. 2022, S. 189 ff.

Rechnungsweg:

$$DF_t = \frac{1}{(1 + r)^t}$$

■ Endfälliges Darlehen / Bullet Loan

Kategorie c). Kapital- und Refinanzierungskosten

Beim endfälligen Darlehen wird während der Laufzeit ausschließlich der Zins gezahlt. Die Rückzahlung des gesamten Darlehensbetrags erfolgt in einer Summe am Ende der Laufzeit.

Quelle: Baetge, J./Kirsch, H.-J./Thiele, S.: Bilanzen, 12. Aufl. 2020, S. 241

Rechnungsweg:

Zinsen(jährlich) = Darlehensbetrag * Sollzinssatz

Tilgung (endfällig) = gesamter Darlehensbetrag

■ Kapitaldienst / Debt Service (DS)

Kategorie c). Kapital- und Refinanzierungskosten

Unter Kapitaldienst versteht man die Summe der Zins- und Tilgungszahlungen, die aus der Investition generiert und zur Rückzahlung verwendet werden müssen.

Quelle: Tegtmeier, M.: Immobilienbewertung, 3. Aufl. 2022, S. 133

Querverweise zu ReFi-Tool (Excel): Mappe CF, Zeile 58

Rechnungsweg:

Gesamtkapitaldienst = Zinszahlungen + Tilgungszahlungen

■ Investitionsausgaben / Capital Expenditures (CapEx)

Kategorie b). Aufwendungen der Bewirtschaftung

Werterhöhende Investitionen, die über den Unterhalt hinausgehen und ein längerfristiges Anlagegut

darstellen, wie bspw. Modernisierungen.

Quelle: <https://de.wikipedia.org/wiki/Investitionsausgaben>

Querverweise zu ReFi-Tool (Excel): Mappe CF, Zeile 8

■ **Kapitaldienstdeckungsgrad / Debt Service Coverage Ratio (DSCR)**

Kategorie c). Kapital- und Refinanzierungskosten

Der Kapitaldienst- oder Schuldendienstdeckungsgrad misst, in welchem Umfang das operative Ergebnis (z. B. NOI oder EBITDA) eines Geschäfts oder Projekts ausreicht, um den Kapitaldienst (Zinsen + Tilgung) zu decken. Er zeigt, ob ein Schuldner finanziell in der Lage ist, seine Darlehensverbindlichkeiten termingerecht zu bedienen.

Quelle: <https://de.wikipedia.org/wiki/Schuldendienstdeckungsgrad>

Querverweise zu ReFi-Tool (Excel) : Mappe CF, Zeile 64

Rechnungsweg:

Schuldendeckungsgrad (DSCR) = Netto-Mieteinnahmen / Kapitaldienst

■ **Kapitaldienstvolumen**

Kategorie c). Kapital- und Refinanzierungskosten

Das Kapitaldienstvolumen ist der jährliche Betrag, der für die Tilgung und Verzinsung eines Darlehens aufzuwenden ist. Es bildet eine zentrale Größe zur Ermittlung der Kapitaldienstfähigkeit.

Quelle: <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/kapitaldienst-39564>

Rechnungsweg:

Kapitaldienstvolumen = Zinsen + Tilgung

■ **Mietsteigerungsfaktor / Rent Escalation Rate**

Kategorie a). Mieterträge

Gibt an, wie sehr die Miete im Zeitverlauf angewachsen ist.

Quelle: Fritsch/Block, Mietrecht kompakt, 2023, S. 112

Querverweise zu ReFi-Tool (Excel): Mappe Aufstellung, C9 (Mietindex)

Rechnungsweg:

$$\text{Mietsteigerung in \%} = \left(\frac{\text{Miete am Ende}}{\text{Miete am Anfang}} - 1 \right) \times 100$$

■ **Strukturierungsetgelt / Structuing Fee**

Kategorie d). Immobilienwirtschaftliche Kennzahlen (Excel)

Das Strukturierungsetgelt ist eine Vergütung für die Ausarbeitung von (komplexen) Finanzierungsstrukturen.

Quelle: kreditvergleich1.de/ratgeber/strukturierungsetgelt-bei-banken-was-bedeutet-es-fuer-sie/

Querverweise zu ReFi-Tool (Excel): Mappe Aufstellung, D32+H32

■ **Volltilgungsdarlehen / Full Amortization Loan**

Kategorie e). Finanzwirtschaftliche Begriffe

Das Darlehen wird innerhalb der vereinbarten Laufzeit vollständig getilgt. z.B 30, 60 oder 90 Jahre. Die

Zinsanteile berechnen sich jeweils auf die verbleibende Restschuld, weshalb mit fortschreitender Tilgung der Zinsanteil abnimmt und der Tilgungsanteil entsprechend zunimmt.

Quelle: <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/volltilgerdarlehen-53243>

Rechnungsweg:

$$A = K \times \frac{i \times (1 + i)^n}{(1 + i)^n - 1}$$

A = jährliche Annuität, K = Kreditbetrag, i = Zinssatz pro Periode, n = Anzahl Perioden

■ Zweite Berechnungsverordnung II.BV

Kategorie a). Mieterträge

Die Zweite Berechnungsverordnung (II. BV) ist eine Rechtsverordnung auf Grundlage des deutschen Wohnungsbaugesetzes. Sie regelte über Jahrzehnte die Ermittlung der zulässigen Kostenmiete bei öffentlich gefördertem Wohnraum sowie Bewertungsmaßstäbe für die Wirtschaftlichkeit von Immobilieninvestitionen.

Quelle: https://www.gesetze-im-internet.de/bvo_2/BJNR017190957.html