

Eine ökonomische Betrachtung der Kostenmiete – Analyse von Wohnsiedlungen der Stadt Zürich unter Renditeaspekten

Von Yvonne Züger

Die Marktmiete folgt der klassischen Lehre der Ökonomie und hat ein Renditeziel. Im Gegensatz dazu erzielt die Kostenmiete per Definition keinen Gewinn und deckt lediglich die Lebenszykluskosten. Bedeutet dies null Gewinn bei Deckung der effektiven Kosten und Risiken? Wie relevant ist dabei der Landwert und wer profitiert von der Wertänderungsrendite?

1. EINLEITUNG

1.1 Ausgangslage

Auf dem städtischen Wohnungsmarkt werden Mietzinse einerseits nach dem Marktprinzip der renditeorientierten oder andererseits dem Kostenmietmodell der gemeinnützigen Eigentümer¹ (Anteil rund 26% der Wohnungen in der Stadt Zürich) festgelegt. Im Gegensatz zur Marktmiete besteht die Grundidee der Kostenmiete darin, unabhängig von der Marktsituation preiswerten Wohnraum anzubieten. Es ist das Ziel, den Aufwand durch Mieteinnahmen zu decken, ohne Gewinn zu erwirtschaften. Die Herausforderung liegt darin, dass die Kostendeckung über den gesamten Lebenszyklus, inklusive Rückbau der Immobilien, sichergestellt werden soll.

Die in der Abschlussarbeit² des MAS-Lehrgangs Real Estate Management (CUREM) untersuchten 54 Wohn-

¹ – In vorliegendem Artikel wird nur aus Gründen der Leserlichkeit vorwiegend die männliche Form gewählt. Die gemachten Aussagen beziehen sich selbstverständlich sowohl auf männliche, weibliche als auch andere Personenprofile. ² – Vorliegender Artikel fasst Erkenntnisse aus der gleichnamigen Abschlussarbeit «Eine ökonomische Betrachtung der Kostenmiete – Analyse von Wohnsiedlungen der Stadt Zürich unter Renditeaspekten» des MAS-Lehrgangs in Real Estate Management (CUREM) im Jahr 2020 von Yvonne Züger zusammen.

siedlungen des Portfolios «Wohnen & Gewerbe» der Stadt Zürich werden unabhängig in einem geschlossenen Buchungskreis³ geführt. Sie müssen sich mit der Prämisse der höchstzulässigen Mietzinssumme nach Definition der Wohnbauförderverordnung (WBFV)⁴ selber finanzieren. Es existiert bis heute keine Rendite-kennzahl, welche die Kostendeckung der Kostenmiete transparent abbildet. Bei den bekannten immobilien-ökonomischen Kennzahlen werden maximal die eigentümerseitigen Verwaltungs- und Unterhaltskosten, die Abgaben und Gebühren sowie die Versicherungs- und Investitionskosten abgebildet.

1.2 Aktueller politischer Diskurs

Unter den Vertretern des Kosten- und Marktmietmodells gibt es kaum Austausch. Das Verhältnis ist von gegenseitigem Unverständnis und Vorurteilen geprägt. Die Meinungen reichen von «Vernichtung von Steuergeldern für Privilegierte» bis hin zur Verurteilung «geldgieriger Immobilien-Haie mit skrupellosen Gewinnabsichten». Diese Arbeit dokumentiert (erstmalig) das Kostenmietmodell unter Berücksichtigung von Inflation und Risiko.

Eine politisch aktuelle und emotional geführte Debatte betrifft die Höhe des Landwertes. Wie im späteren Verlauf des Artikels ersichtlich, ist der eingesetzte Landwert der grösste Hebel für preiswerte Mietzinse. Insbesondere relevant ist diese Tatsache bei Bestandsbauten. Es besteht ein politisch breit legitimer Verzicht auf einen Gewinn und die Inkaufnahme von Opportunitätskosten zugunsten einer öffentlichen Aufgabe⁵. Lehmann (2018) stellt in seiner Abschlussarbeit über die Opportunitätskosten der Wohnbauförderung in Zürich fest, dass diese Kosten in Abstimmungsdokumenten nicht berücksichtigt werden (S. 30). Tatsache ist, dass die Verkehrswerte von Wohnsiedlungen im Verwaltungsvermögen nicht ermittelt werden⁶. Eine Neubewertung nach aktuellen Verkehrswerten und die entsprechende Berücksichtigung in der Mietzinskalku-

³ – Seit Einführung von HRM2 per Anfang 2019 werden die Wohnsiedlungen zusammen mit den städtischen Einzelwohnliegenschaften und Kleingewerbeliegenschaften im Eigenwirtschaftsbetrieb «Wohnen & Gewerbe» geführt. Die Betriebsrechnung eines Eigenwirtschaftsbetriebs hat die gesamten Kosten für deren Aufgabenerfüllung zu umfassen (vgl. § 7 VGG). ⁴ – Wohnbauförderungsverordnung vom 1.6.2005 (LS 841.1). ⁵ – Das Förderziel wurde durch die Stimmbürger und den Gemeinderat über Jahrzehnte und bis heute regelmässig bestätigt. Vgl. dazu Grundsätze 24 inkl. Anpassungen (AS 841.100, AS 841.110), Art. 2^{quater}, Art. 2^{septies} GO und konstante Praxis durch den Gemeinderat bei Baurechtsvergaben. ⁶ – Dieses Vorgehen entspricht dem aktuell gültigen harmonisierten Rechnungslegungsmodell 2 (HRM2) und der in der Gemeindeverordnung (VGG) festgelegten Zielsetzung für das Verwaltungsvermögen.



lation der Kostenmiete würden, soweit mietrechtlich⁷ umsetzbar, mittel- bis langfristig zu markanten Mietzins erhöhungen führen. Das Hauptziel der preiswerten Wohnungen wäre damit nicht mehr erreichbar⁸.

Bei der Argumentation darüber, ob der Landwert zu tief eingesetzt sei, wird die Wertänderungsrendite⁹ der über Jahrzehnte gehaltenen Liegenschaften der Stadt Zürich häufig ausgeblendet. Langfristig konnten durch das Halten der Immobilien grosse Vermögenswerte zugunsten des Eigenkapitals der Stadt generiert werden. Dadurch wird die Stadtkasse entlastet, weil diese Assets zu einer hohen Bonität verhelfen. Die Wertänderungsrendite über die letzten hundert Jahre wurde nie berechnet und ist damit nicht sichtbar. Sie wirkt sich jedoch ökonomisch positiv auf den Finanzhaushalt der Stadt Zürich aus.

1.3 Forschungsziel und -fragen

Übergeordnetes Forschungsziel ist eine ökonomische Betrachtung der Kostenmiete. Zum Vergleich wird das Marktmietmodell herangezogen – mit dem Anspruch, fakten- und zahlenbasiert Gemeinsamkeiten und Unterschiede beider Modelle aufzuzeigen und deren Kennzahlen einander gegenüberzustellen. Bei beiden Mietmodellen sind die strategischen Ziele der Eigentümer vielfältig und wandeln sich im Laufe der Zeit. Nur wenn die ökonomischen Grundsätze eingehalten werden, sind die Ziele ohne Kapitalverluste erreichbar. Dies gilt insbesondere bei der Kostenmiete, welche per Definition keine Gewinnmarge enthält. Die Erkenntnisse sollen eine sachliche und transparente Grundlage für den Diskurs über Kosten- und Marktmiete aus ökonomischen Gesichtspunkten schaffen.

Das Hauptziel ist, aus empirischen Modellberechnungen eine passende Renditekennzahl zur Kontrolle von Objekten mit Kostenmiete zu entwickeln. Anhand des Forschungsziels leiten sich folgende Fragen ab:

- Welcher «Renditekennzahl» entspricht das Rendite-Risikoprofil von 0% im Kostenmietmodell und wie sind Inflation und Risikozuschlag berücksichtigt?
- Deckt die Kostenmiete die eigentümerseitigen Finanzierungs-, Betriebs-, Instandsetzungs- und Rückbaukosten der städtischen Wohnsiedlungen?

2. QUANTITATIVE UNTERSUCHUNG

2.1 Berechnungsmodell der Kostenmiete

Die Berechnungsvorgabe der Kostenmiete lautet: «Anlagekosten mal Referenzzins plus Gebäudeversicherungswert mal Betriebsquote». Die Abbildung 1 zeigt ein Beispiel dazu, der «Neubau auf Landreserve». Im berechneten Jahr entspricht der Referenzzins 1,5%, die Betriebsquote ist auf maximal 3,25% festgelegt. Damit resultiert eine Kostenmiete von 230 CHF/m². So ist bei diesen fiktiven Neubauten ersichtlich, dass die Mietzinskalkulation über die Höhe der Investition und die Landwertberechnung nach Richtlinie 65 (Stadtrat von Zürich, 1965) beeinflusst wird. Die Erweiterung dieser Berechnungsvorgabe der Kostenmiete über den gesamten Lebenszyklus ist komplexer. Dies zeigen die drei weiteren Berechnungen in der Abbildung 1 auf. Alle Beispiele befinden sich auf demselben Grundstück der Wohnsiedlung Birkenhof im Kreis 6 und sind für den theoretischen Vergleich in der gleichen Grösse angenommen. Beim zweiten Beispiel «Bestand vor Instandsetzung» wird die Folge der nicht an die Teuerung angepassten Anlagekosten ersichtlich; die berechnete Kostenmiete ist lediglich 130 CHF/m². Generell ist der resultierende Mietzins bei Instandsetzungen durch drei Punkte beeinflussbar: 1. Die Aktivierung der wertvermehrten Anteile, 2. die Anpassung des Gebäudeversicherungswertes und 3. die Höhe der Investitionskosten. Dies zeigt sich am Beispiel «Bestand nach Instandsetzung». So resultiert ein Mietzins von 194 CHF/m², deutlich höher als vor der Instandsetzung, jedoch immer noch tiefer als der entsprechende «Neubau auf Landreserve». Im Kostenmietmodell resultieren auch bei Ersatzneubauten in der Regel tiefere Mieten als bei einem Neubau, weil der historische Buchwert des Landwertes bestehen bleibt und die «Landbereitstellungskosten»¹⁰ aus dem Fonds der Bestandsliegenschaft gedeckt werden. Beispielsweise resultiert beim theore-

⁷ – Die Stadt Zürich ist, anders als die Genossenschaften, gegenüber ihren Mietenden an die Grenzen des OR gebunden, da die Mieten der Stadt nach Praxis des Bundesgerichts weder als gefördert im Sinne von Art. 253b OR gelten noch unter die behördliche Mietzinskontrolle fallen. ⁸ – Um solche Neubewertungen zu verhindern, wurde die Volksinitiative «Für bezahlbare Wohnungen und Gewerberäume in der Stadt Zürich» lanciert, deren Umsetzung letztlich zur Übertragung aller übrigen Wohnliegenschaften ins Verwaltungsvermögen führte. Vgl. STRB 1049/2016 bzw. Weisung an den Gemeinderat GR Nr. 2016/453. ⁹ – Diese Kennzahl zeigt die prozentuale Veränderung des Verkehrswertes über eine bestimmte Zeitperiode. Die Wertänderung wird durch die Verkehrswertentwicklung und die Investitionen beeinflusst und ist beim SVS und MSCI gleich definiert. Wird eine Liegenschaft oder ein Portfolio über den gesamten Lebenszyklus gehalten, wird die Wertänderung nie realisiert. Die Wertänderung bildet sich bei Bewertung nach Verkehrswert in den Büchern ab. Werden die Liegenschaften nicht nach dem Verkehrswert in den Büchern, sondern wie die meisten Objekte nach Kostenmiete geführt, wird die Wertänderungsrendite nicht sichtbar.

¹⁰ – Gemäss Art. 20 Abs. 2 FHR dürfen die Fondsmittel für Rückbau, Altlastenbereinigung, Vorbereitung des Baugrundes, Rückzahlung von Subventionen sowie für die Abschreibung des Restbuchwertes des Altbaus verwendet werden.

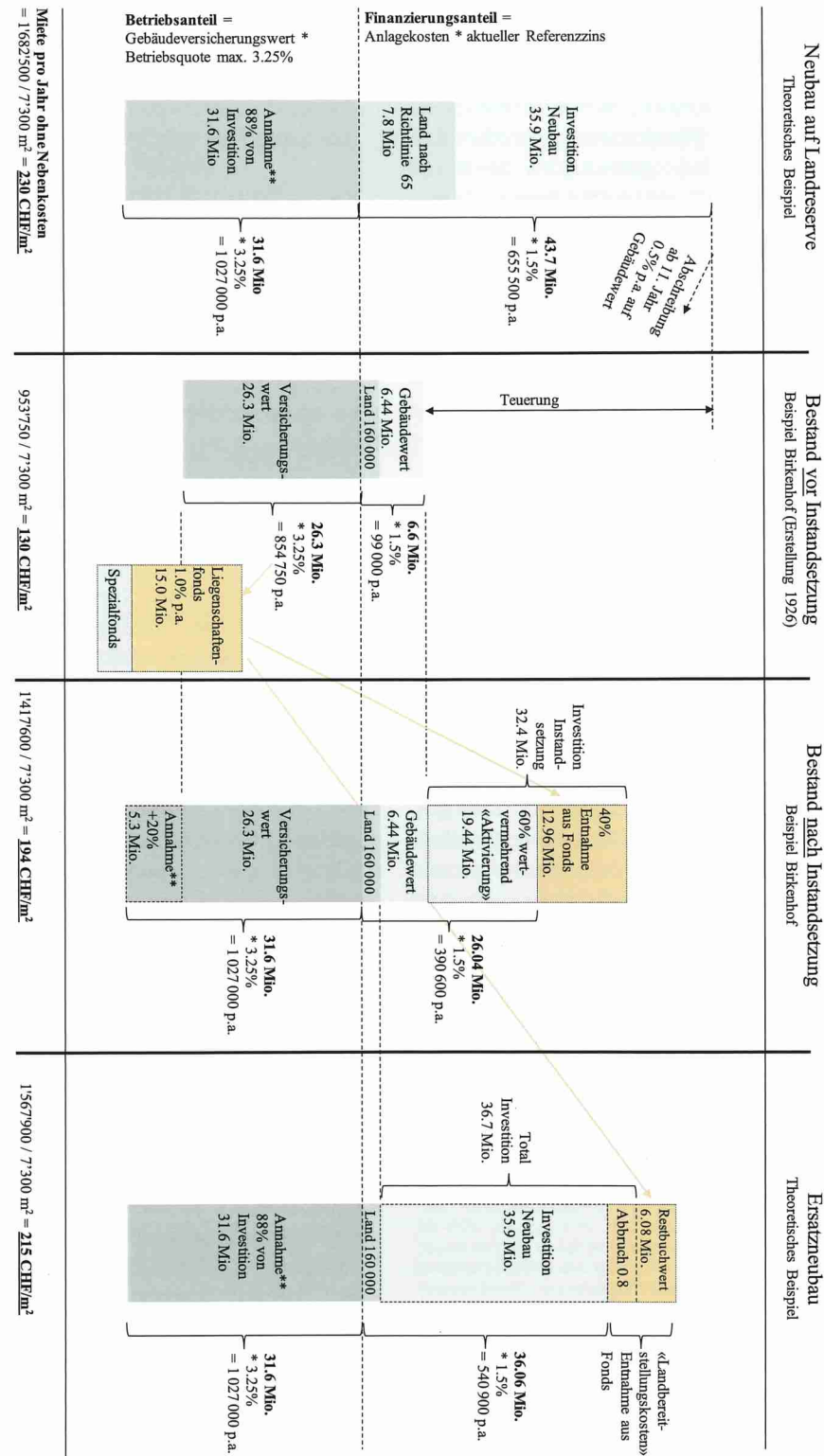


ABBILDUNG 1: Berechnungsbeispiel nach «Zürcher Kostenmiete» im Lebenszyklus.

* Nach Instandsetzung	Anzahl Wohnungen	Erstellungsjahr (Bezugsjahr nach Instandsetzung)	Vermietbare Wohnfläche m ² Hauptnutzfläche (HNF)	Erstellungs-/Instandsetzungskosten (BKP 1-9) pro m ² HNF	Anlagekosten pro m ² HNF	Gebäudeversicherungswert pro m ² HNF	Kapitalisierungssatz (netto)
Fiktiver Neubau	56	2019	5 616 m ²	4400 CHF	5259 CHF	3872 CHF	2,4%
Leutschenbach	369	2023	32 450 m ²	4282 CHF	4282 CHF	3769 CHF	2,5%
Hornbach	122	2020	11 936 m ²	4223 CHF	4941 CHF	3435 CHF	2,3%
Fiktiver Bestandsbau	56	2019	5 616 m ²	3500 CHF	2990 CHF*	3784 CHF*	2,4%
Birkenhof	101	1926 (2023)	7 331 m ²	4418 CHF	3550 CHF*	4308 CHF*	2,3%
Bullingerhof	223	1931 (2022)	13 778 m ²	3521 CHF	2493 CHF*	4201 CHF*	2,4%

TABELLE 1: Inputgrösse sechs Objekte (Daten: Stadt Zürich, Fahrländer Partner AG, eigene Annahmen).

tischen «Ersatzneubau» mit 215 CHF/m² eine Miete, die sich zwischen dem «Bestand nach Instandsetzung» mit 194 CHF/m² und dem entsprechenden «Neubau auf der Landreserve» von 230 CHF/m² einordnet. Dies wiederum, weil der Anteil des Gebäudewertes aus dem Jahr 1926 in den Anlagekosten nicht der Teuerung angepasst wird. Für den «Ersatzneubau» werden hingegen die historischen Anlagekosten vollständig abgeschrieben und die gesamten Erstellungskosten aktiviert.

2.2 Modellberechnung sechs Objekte

Bei den Modellberechnungen wurden sechs repräsentative Objekte (Tabelle 1) ausgewählt, um die Unterschiede zwischen Neu- und Bestandsbauten vor und nach der Instandsetzung aufzuzeigen. Die ausgewählten Objekte haben min. 56 und maximal 369 Wohnungen. Die Anlagekosten der Objekte sind ausschlaggebend, weil sie zusammen mit dem Gebäudeversicherungswert die Grundlage für die Berechnung der Kostenmiete gemäss Wohnbauförderungsverordnung bilden. Auffällig sind die hohen Instandsetzungskosten bei der Wohnsiedlung Birkenhof im Vergleich zum Bullingerhof. Obwohl beide Objekte denkmalgeschützt und aus einem ähnlichen Erstellungsjahr sind, wird der Bullingerhof mit den gleichen städtischen Anforderungen an Instandsetzungen deutlich günstiger saniert. Mögliche Erklärungen dafür sind, dass der Birkenhof einerseits halb so gross und andererseits in der Detailausbildung deutlich filigraner, demzufolge aufwendiger zu sanieren, ist.

Anhand der beschriebenen Inputgrössen wird das Berechnungsmodell aufgebaut. Diese wichtigen Werte für das Kostenmietmodell sind in Abbildung 2 in Anlehnung an die Kostenstatistik der Zürcher Wohnbaugenossenschaften des Rechnungsjahrs 2016¹¹ (Schmid

P., 2017, 12) dargestellt. In Abbildung 2 ist ersichtlich, dass der Buchwert bei den Neubauten und im Bestand den Anlagekosten entspricht. Nach einer Instandsetzung erhöhen sich die Anlagekosten vom Bestand um die aktivierten Kosten (vgl. Abbildung 1). Die hinterlegten Marktmieten und der risikogerechte Kapitalisierungssatz pro Stadtquartier dienen der Schätzung des Verkehrswertes mittels des Ertragswertverfahrens¹². Auffällig ist, dass der Verkehrswert je nach Siedlung bei Neubauten doppelt bis dreimal so hoch ist wie die Anlagekosten. Bei Bestandsbauten ist er rund doppelt so hoch. Die Differenz ist jeweils der nicht zum Marktwert eingesetzte Landwert. Es ist anzumerken, dass der ermittelte Verkehrswert für Objekte mit Kostenmiete, unter Annahme der Vermietung zu Marktpreisen, ein theoretischer Wert darstellt. Es geht in der Untersuchung nicht um die effektiven Grundstückswerte, sondern um die Vergleichbarkeit der Objekte. Interessant ist ebenfalls die Veränderung des Gebäudeversicherungswertes zu den Anlagekosten. Erfahrungsgemäss entspricht er bei Neubauten rund 88% der Erstellungskosten. Bei den Instandsetzungen kippt das Verhältnis. Der Gebäudeversicherungswert wird höher als die Anlagekosten, weil diese nicht der Teuerung angepasst werden. Da die Anlagekosten und der Gebäudeversicherungswert ausschlaggebend für die Kalkulation der Kostenmiete sind, ist diese Beobachtung von Bedeutung.

¹¹ – In der aktuelleren Version (Schmid/Portmann, 2020) sind die Gebäudekennzahlen nur noch pro Wohnung angegeben und darum nicht vergleichbar. ¹² – Das Ertragswertverfahren ist eine verbreitete Methode, um den Verkehrswert von Mehrfamilienhäusern zu berechnen (Schulte, 2008, 515). Der erwartete jährliche Nettomietzins einer Liegenschaft wird durch den Nettokapitalisierungssatz dividiert.

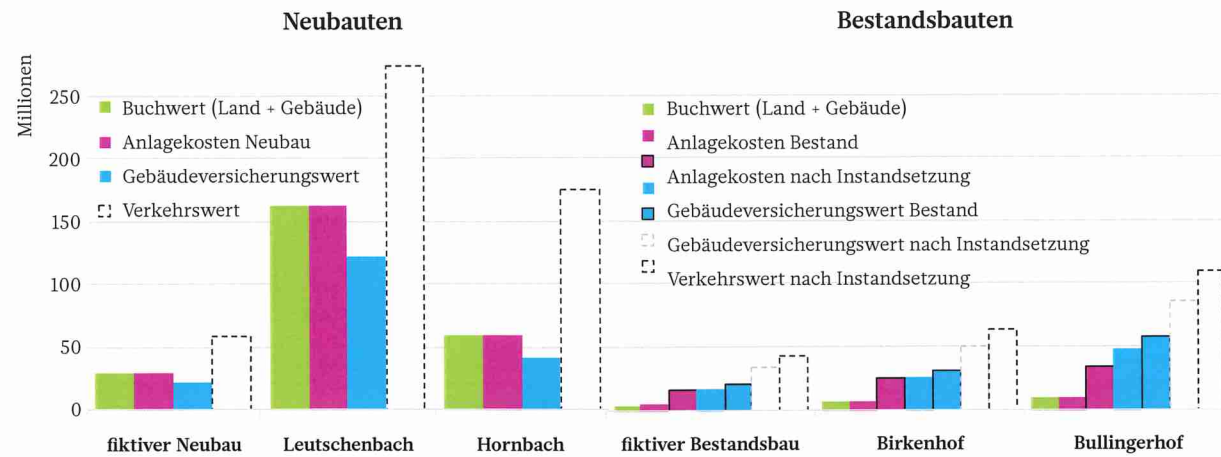


ABBILDUNG 2: Werte der sechs Objekte im Vergleich (Daten: LSZ, eigene Berechnungen).

In Tabelle 2 wird die reglementierte Kostenmiete im Vergleich zur Marktmiete aufgezeigt. Die Sollmieten pro m² sind bei der Kostenmiete zwischen 30% und 54% tiefer als bei der Marktmiete. Das Resultat der Sensitivitätsanalyse «Kostenmiete mit Verkehrswert» wird zum direkten Vergleich in den Grau hinterlegten Spalten dargestellt und in der diesem Artikel zugrunde liegenden Abschlussarbeit detailliert hergeleitet. Bei dieser Untersuchung wird bei der Kalkulation der Kosten-

miete der Landwert zum theoretischen Verkehrswert eingesetzt. Diese Berechnung zeigt auf, dass die Kostenmiete bei eingesetztem Land zum Verkehrswert mit -3% bis -12% nur noch knapp unter der Marktmiete liegen würde. Der eingesetzte Landwert hat den grössten Einfluss auf die Kostenmiete. Der Landwert wird beim Bestandsbau oder Ersatzneubau mit dem historischen Buchwert eingesetzt (Abbildung 1). Eine negative Auswirkung des tief eingesetzten Landwertes ist, dass die

		Kalkulierte Kostenmiete nach WBFV	Abweichung Kosten- zu Marktmiete in %	Marktmiete	Sensitivitätsanalyse: Fiktive Kostenmiete mit Verkehrswert	Sensitivitätsanalyse: Abweichung Kosten- zu Marktmiete in %
	Fiktiver Neubau	205 CHF	-36%	320 CHF	281 CHF	-12%
	Leutschenbach	197 CHF	-30%	280 CHF	249 CHF	-11%
	Hornbach	186 CHF	-54%	400 CHF	331 CHF	-17%
Vor Instandsetzung	Fiktiver Bestandsbau	112 CHF	-45%	205 CHF	191 CHF	-7%
	Birkenhof	130 CHF	-42%	224 CHF	225 CHF	-3%
	Bullingerhof	125 CHF	-42%	216 CHF	208 CHF	-4%
Nach Instandsetzung	Fiktiver Bestandsbau	168 CHF	-34%	256 CHF	239 CHF	-7%
	Birkenhof	193 CHF	-31%	280 CHF	271 CHF	-3%
	Bullingerhof	174 CHF	-36%	270 CHF	257 CHF	-5%

TABELLE 2: Jahres-Sollmieten pro m² im Vergleich (Daten: Wüest Partner, eigene Berechnung).



MM = Marktmiete KM = Kostenmiete		Bruttorendite		Nettocashflowrendite		Wertänderungsrendite
		MM	KM	MM	KM	MM / KM
	Fiktiver Neubau	3,1%	2,0%	2,4%	1,3%	0%
	Leutschenbach (Neubau)	3,3%	2,3%	2,5%	1,5%	0%
	Hornbach (Neubau)	2,7%	1,3%	2,3%	0,8%	0%
Vor Instandsetzung	Fiktiver Bestandsbau	3,3%	1,8%	2,4%	0,9%	0%
	Birkenhof	3,3%	1,9%	2,3%	0,9%	0%
	Bullingerhof	3,4%	2,0%	2,4%	1,0%	0%
Nach Instandsetzung	Fiktiver Bestandsbau	3,3%	2,2%	2,2%	1,2%	-6,6%
	Birkenhof	3,2%	2,2%	2,1%	1,2%	-8,4%
	Bullingerhof	3,4%	2,2%	2,4%	1,2%	-0,6%

TABELLE 3: Renditekennzahlen der sechs Modellberechnungen (statisch, nominal).

Bauträger nicht genügend Druck verspüren, eine maximale Ausnützung des kostbaren Gutes zu erreichen.

Mittels jährlicher Mieteinnahmen, Betriebskosten und Investitionen für Instandsetzungen können die in der Immobilienbranche üblichen Renditekennzahlen berechnet werden (Tabelle 3). Die Bruttorendite¹³ liegt bei der Marktmiete zwischen 2,7% und 3,4%, bei der Kostenmiete erreicht sie lediglich 1,3% bis 2,3%. Bei der Marktmiete (Neubauten und Bestandsbauten vor Instandsetzung) entsprechen die resultierenden Nettocashflowrenditen (Definition gemäss MSCI 2014) von 2,3% bis 2,5% dem eingesetzten Kapitalisierungssatz. Ein leicht negativer Effekt infolge hoher Instandsetzungskosten zeigt sich bei der Marktmiete in der Nettocashflowrendite mit Resultaten von 2,1% bis 2,4%. Bei der Kostenmiete kann mit der Instandsetzung die Nettocashflowrendite hingegen leicht verbessert werden. Bei den Bruttorenditen werden diese Investitionen nicht berücksichtigt, folglich bleiben sie auch nach der Instandsetzung in der gleichen Grössenordnung.

Die Wertänderungsrendite ist bei beiden Modellberechnungen identisch. Im Jahr 2019 ist die Wertänderungsrendite bei Neubau und nicht saniertem Be-

stand 0%. Dies erklärt sich damit, dass die Marktmieten während dieses Jahres nicht gestiegen sind. Hingegen ist die Wertänderungsrendite nach der Instandsetzung bei allen negativ, da die Investitionen höher ausfallen, als sich der Ertragswert mit angepassten Mietzinsen erhöhen lässt. Die Betrachtung ist theoretisch, es ist davon auszugehen, dass bei der Marktmiete eine solch hohe Investition nicht getätigt würde, weil sie nicht auf die Mieten überwältigt werden kann.

2.3 Definition «Triple-Net-Rendite»

Das Hauptziel der Arbeit ist, eine Renditekennzahl herzuleiten, die das Rendite-Risikoprofil der Kostenmiete widerspiegelt, welche auch Rückstellungen, Abschreibungen und Zinskosten berücksichtigt. Diese zusätzlichen Kosten müssen ebenfalls mit den Mietzinseinnahmen gedeckt und damit in der Kennzahl berücksichtigt werden. Erst wenn auch diese Kostenblöcke beim Nettocashflow subtrahiert werden, wird das Resultat beim Nettocashflow liegen. Der Zielwert sollte aber nicht 0% sein. Um Inflation und Risiko abdecken zu können, muss er um deren Werte im positiven Bereich liegen.

Erster Schritt: Berechnung Liegenschaftserfolg Triple Net
Im ersten Schritt werden alle Kostenkomponenten (Nebenkosten, Unterhalt, Personalkosten, Rückstellungen, Abschreibungen und Zinskosten) von den Bruttomietzerträgen abgezogen, um den Liegenschaftserfolg Triple Net zu berechnen, wie er auch beim SIA (SIA Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverband, 2005)

¹³ - Die Bruttorendite ist das prozentuale Verhältnis Bruttomietzins IST zu Verkehrswert an einem Stichtag. Falls der effektive Bruttomietzins exakt dem am Markt erwarteten Mietertrag SOLL entspricht, sind die Bruttorendite und der Kapitalisierungssatz (brutto) identisch. Diese ist nicht zu verwechseln mit der «Bruttorendite» von 5,6%, welche die Wohnbaugenossenschaften ausweisen (Schmid/Portmann, 2020, 27), denn diese ist auf die tiefen Anlagekosten bezogen.

definiert wird. Aus dieser Bezeichnung leitet sich der Name der neuen Kennzahl «Triple-Net-Rendite» ab. Die Rückstellungen und Abschreibungen erfolgen nach den Rechnungslegungsvorgaben für die Kostenmiete. Die Finanzierungskosten sind entsprechend dem Kostenmietmodell hinterlegt. Dabei werden die gesamten Anlagekosten mit dem BWO-Referenzzins – im betrachteten Jahr 2019 mit 1,5% – verzinst. Bei der Bestandsanalyse (IST) werden im Gegensatz dazu die effektiven Zahlen der Erfolgsrechnung entnommen, wie das Beispiel im «Kapitel 2.3 Portfolioanalyse» zeigt.

Zweiter Schritt: Gewichtung für Vergleichbarkeit

Im zweiten Schritt wird der Liegenschaftserfolg Triple Net durch den Verkehrswert dividiert, welcher mit dem Ertragswertverfahren anhand der Marktdaten kalkuliert wird. Erst die Verhältniszahl ermöglicht den Vergleich mehrerer Objekte und die gewichtete Hochrechnung auf das Portfolio.

Dritter Schritt: Inflation und Risiko als Zielwert

Im dritten und letzten Schritt muss der Zielwert der «Triple-Net-Rendite» ermittelt werden. Er setzt sich aus Inflation und Risiko zusammen. Beispielsweise wird für die rückwirkende Portfolioanalyse des Jahres 2019 die Teuerung gemäss Bundesamt für Statistik (BFS) mit +0,4% angenommen. Bei Investitionsentscheiden sollte dafür die Inflationsprognose verwendet werden. Hinzu kommt die eigentümerspezifische Quantifizierung des Risikos. Bei den städtischen Wohnsiedlungen manifestierten sich die hohen Baukosten bei Instandsetzungen als grösstes Risiko. Bei sechs Instandsetzungen im untersuchten Portfolio betragen die teuerungsbereinigten Erstellungskosten BKP 1-5/m² durchschnittlich 3548 CHF pro HNF. Der Wert ist um 16% höher als das 50%-Quantil der Instandsetzungskosten von 49 vergleichbaren Wohnobjekten (Quelle: Wüest Partner AG). Die Differenz von 16% widerspiegelt das Risiko, welches mit Mietzinserhöhungen allenfalls nicht wieder eingebracht werden kann. Der Ausgangswert für die Quantifizierung des Risikos sind die jährlichen Investitionskosten von 31,3 Mio. CHF für Instandsetzungen¹⁴. Das jährliche Risikokapital, also 16%, entspricht ca. 5,0 Mio. CHF. Die prozentuale Risikokomponente im Verhältnis zum Verkehrswert des Portfolios von 4,3 Mia. CHF beträgt somit rund +0,12%. Die beiden Risikokomponenten ergeben insgesamt einen Zielwert von 0,12% + 0,40% = +0,52%.

¹⁴ – Beträge für Instandsetzungen der Wohnsiedlungen IST 2019, Budget 2020/2021 und Plan 2022–2024.

Überprüfung Erreichung Zielwert

Die Ermittlung der «Triple-Net-Renditen» SOLL in den Modellberechnungen zeigt (siehe Abbildung 3), dass sich alle sechs Objekte nur knapp über 0% einordnen und den Zielwert von +0,52% nicht erreichen. Die Renditekennzahl einzelner Objekte unterliegt naturgemäss Schwankungen, beispielsweise aufgrund zyklischer Investitionen oder Mietzinsveränderungen. Ebenfalls verändern sich Inflation und Risiken. Daher ist eine jährliche Analyse über eine längere Zeitperiode für die Portfolio- und Objektsteuerung essenziell. Um die Kostendeckung zu kontrollieren, ist die effektiv erreichte «Triple-Net-Rendite» IST bei den Bestandsbauten wichtig und wird in folgendem Kapitel am Portfolio der Wohnsiedlungen überprüft.

2.4 Portfolioanalyse

Bei den Werten der 54 untersuchten Wohnsiedlungen zeigt sich ein ähnliches Bild wie bei den Bestandsbauten in den Modellberechnungen. Die Gebäudeversicherungswerte sind deutlich höher als die Anlagekosten. Sie sind in den Büchern sehr tief (stille Reserven) und entsprechen hochgerechnet lediglich 27% ihres geschätzten Verkehrswertes von 4,3 Mia CHF. Die Wertsteigerung über die letzten hundert Jahre wurde nie berechnet, weil die Wohnsiedlungen nicht veräussert werden und weil sie, entsprechend der in der Gemeindeordnung verankerten Zweckbindung, im Verwaltungsvermögen bilanziert sind.

Weil die Anlagekosten der Objekte in den Büchern historisch bedingt sehr unterschiedlich sind, ist für den Vergleich die Berechnung des Verkehrswertes notwendig. In der Portfolioanalyse werden dafür, gleich wie in den Modellberechnungen, die Marktdaten aus dem Jahr 2019 benutzt und der Verkehrswert analog mittels Ertragswertverfahren berechnet. Diese angenommene Marktmiete wird mit der objektspezifischen HNF multipliziert. Um die Nettomiete aus Eigentümersicht zu erhalten, wird davon 2% des jeweiligen Gebäudeversicherungswertes für die eigentümergeitigen Kosten abgezogen.

Massgeblichen Einfluss auf die «Triple-Net-Rendite» haben die tiefen Finanzierungskosten. So musste im untersuchten Berichtsjahr lediglich ein Anteil von 42% der Anlagekosten zu 1,5% verzinst werden. Dementsprechend könnte man in der vorliegenden Analyse diese 42% als verzinstes Fremdkapital und 58% als nicht verzinstes Eigenkapital bezeichnen. Der Liegenschaftsfonds der städtischen Wohnsiedlungen ist im Verhältnis zum Gebäudeversicherungswert zu 31% geäufnet. Dies ist deutlich mehr als der gleichbedeutende Erneuerungs-



erungsfonds der Wohnbaugenossenschaften mit durchschnittlich 10% (Schmid/Portmann, 2020, 7). Auch die von der Branchenstatistik definierte Rückstellungsquote (Fonds und Abschreibungen im Verhältnis zu Anlagekosten) ist mit 57% im Vergleich zum Durchschnitt der Wohnbaugenossenschaften mit 28% hoch. Letztere beide Zahlen belegen, dass das städtische Portfolio über einen höheren Instandsetzungsbedarf verfügt.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass genügend hohe Rückstellungen wie auch tiefe Finanzierungskosten für die langfristige Deckung der Kosten im Portfolio «Wohnen & Gewerbe» entscheidend sind und im untersuchten Portfolio als Stärke bezeichnet werden können. Wie bereits die Modellberechnung aufzeigte, resultieren auch bei den Wohnsiedlungen nach Kostenmiete kalkulierte Jahresmieten im 10%-Quantil des Marktes. Sie erreichen zwischen 90 und 210 CHF pro m² und differieren damit bis zu 233%. Der grosse Unterschied lässt sich durch die nicht anpassbaren Mieten nach OR¹⁵ erklären. Je kleiner die Fluktuation und je älter die Gebäude, desto tiefer die Mietzinse. Die Portfolioanalyse zeigt, dass die anfallenden Kosten im Jahr

2019 mit den Mieteinnahmen über alle Wohnsiedlungen gedeckt und die vorgeschriebenen Rückstellungen und Abschreibungen getätigt werden konnten. Der gewichtete Mittelwert über das Portfolio der 54 Wohnsiedlungen liegt, wie in Abbildung 3 dargestellt, bei einem Plus von 0,35%.

Der notwendige Zielwert von +0,52% konnte jedoch nicht erreicht werden. Das bedeutet, die Kosten könnten langfristig nur gedeckt werden, wenn es eine kleinere Teuerung gäbe und/oder die Risiken reduziert oder die Kosten gesenkt würden, was nicht der Realität entspricht. Hier wird ersichtlich, dass das Kostenmietmodell unter Berücksichtigung von Inflation und Risiko unvollständig ist. Dies bedeutet, dass die Lebenszykluskosten der Immobilienportfolios nur bei günstigen Inflations- und Risikoszenarien durch die Mieterträge abgedeckt werden. Wie in der Abbildung 1 ersichtlich, wird bei der Kostenmiete der Anlagewert nicht der Teuerung angepasst.

Im Umkehrschluss wird die sogenannte «ceteris paribus»-Klausel angewandt. Dies bedeutet, den Zielwert einzusetzen und die dafür notwendigen Mieten zu

«Triple-Net-Rendite» im Verhältnis zur Mietfläche

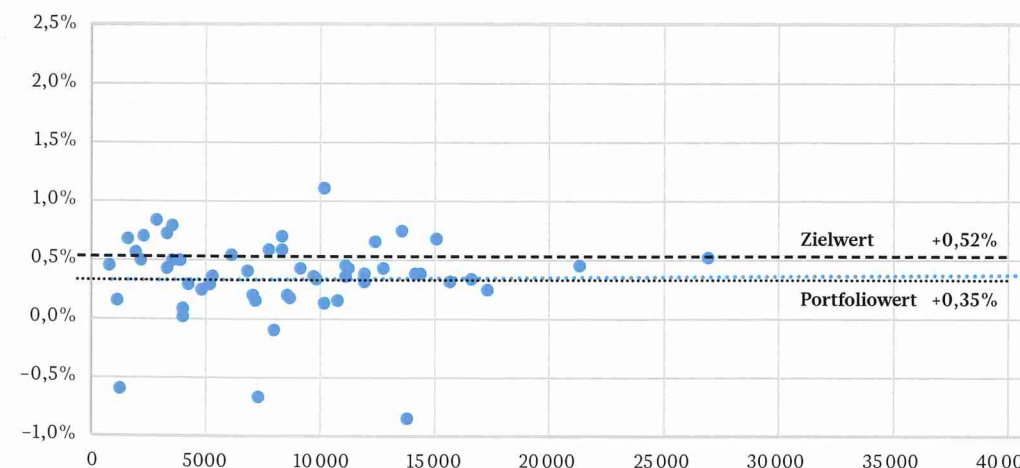


ABBILDUNG 3: «Triple-Net-Rendite» (Y-Achse) im Verhältnis zur Mietfläche (X-Achse) in m² (Daten: LSZ).

¹⁵ – Obwohl die Stadt die Mietzinse ihrer freitragenden Wohnungen nach der «Zürcher Kostenmiete» festsetzt, untersteht sie mit diesen Mietverhältnissen nach aussen dem ordentlichen Mietrecht nach OR.

kalkulieren. Alle anderen Parameter bleiben gleich. Die Kostenmiete von durchschnittlich 163 CHF/m² müsste um rund 8% auf 176 CHF/m² erhöht werden, um den Zielwert von +0,52% zu erreichen. Dafür müssten ebenfalls das pauschale Kostenmietmodell und die Bindung an das Mietrecht nach OR (vgl. Fussnote 7 und 15) angepasst werden. Die Miete wäre damit 35% unter der durchschnittlichen Marktmiete von 270 CHF/m². Nur so ist gewährleistet, dass die Kosten unter Berücksichtigung von Inflation und Risiko langfristig und vollständig gedeckt werden können.

Zum Vergleich mit renditeorientierten Investoren wurde ebenfalls die Bruttorendite berechnet. Bei den städtischen Wohnsiedlungen beträgt sie zwischen 1,0% und 2,5% und ist in etwa gleich wie die Resultate der sechs Modellberechnungen. Die Bruttorenditen eignen sich nicht zur Beurteilung der Kostendeckung in der Kostenmiete, weil sie die notwendigen Ausgaben nicht beinhalten.

3. SCHLUSSBETRACHTUNG

3.1 Antworten auf Forschungsfragen

Für die in Frage a) gesuchte Kennzahl wird der Liegenschaftserfolg Triple Net als Basiswert verwendet. Zur Vergleichbarkeit der Objekte wurde diese absolute Grösse mit dem Verkehrswert ins Verhältnis gesetzt. Diese Verhältniszahl ermöglichte es, vom Zielwert abweichende Objekte darzustellen. Beim Zielwert, der keine Gewinnmarge enthält, sind zwingend Inflation und eigentümerspezifische Risiken zu berücksichtigen. Im vorliegenden Beispiel beträgt der Zielwert +0,52%. Diese neu definierte Kennzahl wird «Triple-Net-Rendite» genannt.

Die Frage b), ob die Kostenmiete die eigentümergehörigen Finanzierungs-, Betriebs-, Instandsetzungs- und Rückbaukosten der städtischen Wohnsiedlungen deckt, kann für das Kalenderjahr 2019 nur mit Vorbehalt mit einem «Ja» beantwortet werden. Die «Triple-Net-Rendite» der städtischen Wohnsiedlungen beträgt +0,35%, dabei erfolgten die Abschreibungen und Fondseinlagen gemäss Reglement. Es gibt aber in untersuchtem Beispiel einen entscheidenden Vorbehalt, denn Inflation (+0,4%) und Eigentümersrisiken (+0,12%) können damit nicht abgedeckt werden. Die Kostenmiete müsste um rund 8% erhöht werden, um den Zielwert von +0,52% zu erreichen. Nur so ist gewährleistet, dass die Kosten unter Berücksichtigung von Inflation und Risiko langfristig und vollständig gedeckt werden können.

3.2 Kritische Betrachtung und Ausblick

Bei der Interpretation dieser ökonomischen Betrachtung der Kostenmiete ist zu beachten, dass keinesfalls die Absicht besteht, das Kostenmietmodell auf eine einzige überprüfbare Kennzahl zu reduzieren. Die ökonomische Betrachtung ist jedoch eine massgebliche Sicht im Gesamtkontext, der auch ökologische, soziale oder prozessuale Themen beinhaltet. Lassen sich die Erkenntnisse auf eine Mehrjahresbetrachtung übertragen, leisten sie einen wertvollen Beitrag, um die effektive Kostendeckung über den Lebenszyklus zu beurteilen.

Ein Beitrag zur Landwertdebatte wäre es, die Wertänderungsrendite und deren ökonomischer Beitrag für die Stadt Zürich zu quantifizieren. Interessant wäre auch, eine weiterführende Analyse der eigentümerspezifischen Risiken mit einem Risikokomponentenmodell zu entwickeln. Weiter könnte die Branchenstatistik (Schmid/Portmann, 2020) um die «Triple-Net-Rendite» ergänzt werden. Dies würde mehr Transparenz zwischen den gemeinnützigen Wohnbauträgern schaffen. Mit der «Triple-Net-Rendite» könnten das Modell der Kostenmiete und das Mietrecht unter Berücksichtigung von Inflation und Risiken weiterentwickelt werden, um die Kosten langfristig und vollständig decken zu können.

Es geht nicht darum, die Markt- und Kostenmiete gegeneinander auszuspielen. Alle Marktteilnehmer sollten ihre Modelle hinterfragen, deren Anwendung optimieren und insbesondere die Transparenz erhöhen. Es gilt weiterzudenken, um die Chancen beider Mietmodelle zu erkennen und deren Schwächen zu beheben. Nur so werden renditeorientierte Investoren sowie Anbieter gemeinnütziger Wohnungen den zukünftigen Risiken gestärkt begegnen können.



- FAHRLÄNDER PARTNER AG.** (2019): Immobilien ALMANACH Schweiz 2020. Zürich, Bern, 2019.
- LEHMANN, N.** (2018): Die Opportunitätskosten der Wohnbauförderung in Zürich. Berechnung alternativer Fördermodelle für das Bezahlbare Wohnen. Zürich: (zugl. Abschlussarbeit Univ. Zürich).
- MSCI.** (2014): IPD INDEXES AND BENCHMARK METHODOLOGY GUIDE. Canada: MSCI, 2014.
- SCHMID, P. / PORTMANN, C.** (2020): Branchenstatistik der Zürcher Wohnbaugenossenschaften, Rechnungsjahr 2018. Zürich: Wohnbaugenossenschaften Zürich, Regionalverband der gemeinnützigen Wohnbauträger, 2020.
- SCHULTE, K.-W.** (2008): Immobilienökonomie – Band I – Betriebswirtschaftliche Grundlagen. München: Oldenburger Wissenschaftsverlag GmbH, 2008.
- SIA SCHWEIZERISCHER INGENIEUR- UND ARCHITEKTENVERBAND.** (2005): SIA D 0213, Finanzkennzahlen für Immobilien. Muttenz, 2005.
- STADT ZÜRICH LIEGENSCHAFTEN.** (11.7.2020): Portfolio Wohnen und Gewerbe. Von <<https://www.stadt-zuerich.ch/fd/de/index/wohnen-und-gewerbe.html>> abgerufen.
- STADTRAT VON ZÜRICH.** (1965): STRB Nr. 3251. Richtlinien für die Anrechnung von Land beim Wohnungsbau auf städtischen Grundstücken. Zürich.
- STADTRAT VON ZÜRICH.** (1992): STRB Nr. 3357. Kostendeckende Mietzinse bei den städtischen Wohnsiedlungen. Zürich, 1992.
- STATISTIK STADT ZÜRICH.** (11.7.2020): Von <www.stadt-zuerich.ch/statistik> abgerufen.
- WÜEST PARTNER.** (2019): Immo-Monitoring 2020/1. Zürich, Bern, Genf, Lugano.
- WÜEST PARTNER.** (13.7.2020): GeoInfo 3.27.1. Von <www.wuestpartner.com> abgerufen.

Die Autorin



YVONNE ZÜGER

Geboren 1978. Hochbauzeichnerin mit technischer BM, Diplom 1998. Architekturstudium an der ZHAW, Diplom 2003. Erasmus, Universidad Politécnica de Valencia, Spanien, 2002. Master of Advanced Studies in Design / Art + Innovation, FHNW, Hochschule für Gestaltung und Kunst, Diplom 2009. Master of Advanced Studies UZH in Real Estate, Diplom 2020. Schwerpunkte: Architektur, Nachhaltigkeit, Bauherren- und Eigentümervertretung PREM, Strategische Planung bis Realisierung. Seit 2019: Portfoliomanagerin bei Liegenschaften Stadt Zürich, Bereiche Wohnen und Gewerbe Stadtkreise 6/9/10 und Parkierungsbauten.