Universität Zürich[UZH]

Abschlussarbeit

zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

Herleitung eines risiko-/renditebasierten Diskontierungssatzes für gemeinnützige Wohnbauträger nach dem Kostenmietmodell – eine Analyse von Zürcher und Luzerner Wohnbaugenossenschaften

Verfasserin: Gort
Sandro

Eingereicht bei: Prof. Dr. Christian Kraft

Abgabedatum: 09.09.2024

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis IV
Abbildungsverzeichnis VI
Tabellenverzeichnis VII
Executive Summary VIII
1. Einleitung 1
1.1 Ausgangslage 1
1.2 Forschungsziel und -fragen 1
1.3 Abgrenzung des Themas 2
1.4 Vorgehen und methodischer Aufbau der Arbeit 2
2. Theoretische Grundlagen und Fachliteratur zum Genossenschaftsmodell 3
2.1 Einordnung des Themas in der Literatur 3
2.2 Geschichte und Kultur von gemeinnützigen Wohnbauträgern 3
2.2.1 Idee der Genossenschaft 3
2.2.2 Geschichte der Genossenschaft 4
2.3 Preisgünstiger Wohnraum 6
2.3.1 Stufe Bund 6
2.3.2 Kanton Zürich 7
2.3.3 Kanton Luzern 7
2.3.4 Gemeinnützigkeit 7
2.3.5 Unverkäuflichkeit der Liegenschaften 8
2.3.6 Das Kostenmietmodell 9
2.3.7 Fazit 13
3. Wohnbauförderung und Finanzierungsinstrumente 14
3.1 Fonds de Roulement (FdR) 15
3.2 Hypothekar-Bürgschaftsgenossenschaft (hgb) 16
3.3 Emissionszentrale für gemeinnützige Wohnbauträger (EGW) 16
3.4 Fazit 16
4. Einfluss Basel III final für gemeinnützige Wohnbauträger 17
4.1 Vergleich Basel III zu Basel III final 17
4.2 Fazit 20
5. Anforderungen an das Bewertungsmodell 21
5.1 Anforderungen der LUKB 21
5.2 Anforderungen des Regulators und der Rechnungslegung 22
5.3 Fazit 23
6. Heutige Bewertungspraxis 23
6.1 Funktionsweise des Immobilienbewertungsprogrammes der LUKB 23
6.2 Heutiger Stand der Liegenschaftsbewertung nach Kostenmietmodell 25
7. Theorie Diskontsatzmodelle 27

7.1 Was ist ein Diskontierungssatz ... 27
7.2 Die verschiedenen Diskontsatzmodelle ... 27
7.2.1 Synthetisches Zuschlagsmodell ... 27
7.2.2 Analytisches Zinssatzmodell ... 28
7.3 Diskontsatzmodell der LUKB ... 28
7.4 Einfluss des Diskontierungssatzes auf die Immobilienbewertung ... 31
8. Das Diskontsatzmodell für gemeinnützige Wohnbauträger ... 31
8.1 Modellaufbau ... 32
8.1.1 Basiszinssatz (Modell: WACC) ... 33
8.1.2 Generelles Liegenschaftsrisiko (R1) ... 38
8.1.3 Objektspezifisches Risiko (R2) ... 39
8.1.4 Makrolage ... 40
8.1.5 Mikrolage ... 40
8.1.6 Bewirtschaftungskosten ... 41
8.1.7 Leerstandrisiko ... 44
8.1.8 Instandsetzung ... 47
8.1.9 Nicht berücksichtigte Komponenten im Diskontsatzmodell ... 49
8.1.10 Entwertung ... 49
8.1.11 Fazit ... 49
9. Datenanalyse ... 50
9.1 Datenbeschrieb und -herkunft ... 50
9.2 Erkenntnisse des Diskontsatzmodells ... 51
9.3 Antworten auf die Forschungsfragen ... 53
9.4 Kritische Betrachtung der Arbeit ... 54
9.5 Handlungsempfehlung zu Gunsten der Luzerner Kantonalbank ... 56
9.6 Denkanstoss an die Immobilienbranche ... 56
9.7 Ausblick ... 57
10. Literaturverzeichnis ... 59
11. Anhang ... 63

Abkürzungsverzeichnis

ABZ	Allgemeine Baugenossenschaft Zürich
BP	Basispunkt
BV	Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft, vom 18.04.1999, Stand 03.03.2024, SR 101, Kurzform: BV
DCF	Discounted Cash Flow
EGW	Emissionszentrale für gemeinnützige Wohnbauträger
EM	Eigenmittelunterlegung
ERV	Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung der Banken und Wertpapierhäuser (Eigenmittelverordnung, ERV), Änderungen vom 29.11.2023, SR 952.03, Kurzform ERV
FdR	Fonds de Roulement
FINMA	Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht
hgb	Hypothekar-Bürgschaftsgenossenschaft
IVS	International Valuation Standards
LUKB	Luzerner Kantonalbank
Mietzinsreglement	Stadt Zürich; Reglement über die Festsetzung, Kontrolle und Anfechtung der Mietzinse bei den unterstützten Wohnungen (Mietzinsreglement), vom 19.06.1996, Stand 27.05.2009, AS 841.150, Kurzform Mietzinsreglement
OR	Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30.03.1911 (Stand 01.01.2024), SR 220, Kurzform: OR
PWG	Stiftung PWG
PWV	Kanton Zürich, Verordnung über den preisgünstigen Wohnraum (PWV), vom 11.07.2018, Ordnungsnummer 700.8, Kurzform PWV
RWA	Risk-Weighted Assets
SBVg	Schweizerische Bankiervereinigung

SVKG	Schweizerische Vereinigung kantonaler Grundstückbewertungsexperten
WBFV	Kanton Zürich, Wohnbauförderungsverordnung (WBFV), vom 01.06.2005, Ordnungsnummer 841.1, Kurzform WBFV
WBG	Wohnbaugenossenschaft
WD	Wüest Dimensions
WFG	Bundesgesetz über die Förderung von preisgünstigem Wohnraum (Wohnraumfördergesetz, WFG), vom 21.03.2003, Stand 01.01.2013, SR 842, Kurzform: WFG
WFV	Verordnung über die Förderung von preisgünstigem Wohnraum (Wohnraumförderungsverordnung, WFV), vom 26.11.2003, Stand 01.10.2020, SR 842.1, Kurzform: WFV
Wohnbauförderung LU	Kanton Luzern, Gesetz über Wohnbau- und Eigentumsförderung, vom 28.06.1983, Stand 01.03.2017, SRL 897, Kurzform Wohnbauförderung LU
Wohnbauförderung ZH	Kanton Zürich, Gesetz über die Wohnbau- und Wohneigentumsförderung, vom 07.06.2004, Ordnungsnummer 841, Kurzform Wohnbauförderung ZH
WP	Wüest Partner AG

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Kostenmietmodell Stadt Zürich 10
Abbildung 2: Gesamtinvestitionskosten 12
Abbildung 3: Ertragswertverfahren WP 24
Abbildung 4: detaillierte Komponenten des Diskontsatzmodells WP 29
Abbildung 5: Wirkungsweise Diskontsatzmodell WP 29
Abbildung 6: Aufbau Brutto-Kapitalisierungssatz WP 30
Abbildung 7: Diskontsatzmodell WBG 32
Abbildung 8: Vergleich Kosten- vs. Marktmiete Stadt Zürich 2022 45
Abbildung 9: Vergleich Verfallrendite Anleihe PWG vs. Schweizer Bundesanleihe ... 66
Abbildung 10: Vergleich Verfallrendite Anleihe ABZ vs. Schweizer Bundesanleihe .. 67

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Vergleich Basel III mit Basel III final 19
Tabelle 2: Vergleich LUKB-Bewertung Kosten- vs. Marktmiete 26
Tabelle 3: WACC-Berechnung 37
Tabelle 4: Generelles Liegenschaftsrisiko (R1) 39
Tabelle 5: Bestimmung objektspezifisches Risiko (R2) 40
Tabelle 6: Einstufung Makro- und Mikrolage 41
Tabelle 7: Herleitung Parameter der Bewirtschaftungskosten 44
Tabelle 8: Berechnung Zuschlagskomponenten Nettodiskontierung 44
Tabelle 9: Berechnung Leerstandsrisiko 46
Tabelle 10: Berechnung Instandsetzung 48
Tabelle 11: Zusammensetzung Diskontsatz 50
Tabelle 11: Vergleich Diskontsätze und Schätzwerte WBG 51

Executive Summary

Wohnbaugenossenschaften (WBG) können aufgrund ihrer gemeinnützigen Ausrichtung ohne Gewinnanforderungen und einer grosszügigen Unterstützung der öffentlichen Hand Wohnungen zu überdurchschnittlichem Preis-/Leistungs-Verhältnis anbieten. Ihr Risiko-Rendite-Profil unterscheidet sie dadurch signifikant von den Mitbewerbern.

In der vorliegenden Masterarbeit wird die Immobilienbewertung für WBG in der Schweiz, speziell in Zürich und Luzern, nach dem Kostenmietmodell analysiert. Ziel der Arbeit ist es, ein risiko- und renditebasiertes Diskontsatzmodell zu entwickeln, das den spezifischen Anforderungen gemeinnütziger Wohnbauträger entspricht und Handlungsempfehlungen für die Luzerner Kantonalbank (LUKB) liefert. Die Arbeit bietet auch Denkanstösse für Wohnbauträger und Immobilienbewertungsfirmen, um die bestehenden Bewertungspraktiken zu hinterfragen.

Der erste Teil der Arbeit befasst sich mit den theoretischen Grundlagen, darunter die Geschichte und Kultur des gemeinnützigen Wohnungsbaus, Wohnbauförderungspolitik, regulatorische Anforderungen und dem Einfluss des Diskontierungssatzes. Der praktische Teil beginnt ab Kapitel 8 und behandelt die aktuelle Bewertungspraxis sowie die Entwicklung des neuen Diskontsatzmodells, basierend auf empirisch erhobenen Daten zu Risiko, Rendite und Betriebskosten.

Die Erkenntnisse dieser Arbeit zeigen, dass der derzeitige Diskontsatz in der Bewertungspraxis die Eigentümerstrategie und die Vorgaben der Wohnbauförderungspolitik nicht ausreichend berücksichtigt. Das hier entwickelte Diskontsatzmodell könnte in einem strikten Kostenmietmodell, wie es in der Stadt Zürich angewendet wird, funktionieren. In Luzern stösst das Modell auf Schwierigkeiten auf Grund des Fehlens eines etablierten Kostenmietmodells. Eine kostengünstige Gestaltung der Eigenkapitalverzinsung ist entscheidend für das Funktionieren des Modells. Daraus leitet sich die Handlungsempfehlung an die LUKB ab, Immobilien von gemeinnützigen Wohnbauträgern mit Kostenmiete zum Marktmietmodell zu bewerten, solange kein schweizweit einheitliches Kostenmietmodell besteht.

Die Ergebnisse dieser Arbeit tragen dazu bei, die Diskussion über die Immobilienbewertung von gemeinnützigen Wohnbauträgern zu bereichern und ein differenziertes Diskontsatzmodell zu entwickeln, das spezielle Eigenschaften und gesetzliche Vorgaben berücksichtigt. Weitere Forschung und Anpassungen sind erforderlich, um breite Akzeptanz und praktische Anwendung des Modells zu gewährleisten.

1. Einleitung

Diese Abschlussarbeit widmet sich der Immobilienbewertung von gemeinnützigen Wohnbauträgern resp. Wohnbaugenossenschaften (WBG) nach dem Kostenmietmodell.

1.1 Ausgangslage

Die Bewertung von Immobilien nach Kostenmiete stellt für die Luzerner Kantonalbank (LUKB) und andere Finanzinstitute eine Herausforderung dar. Der Diskontsatz berücksichtigt weder die Eigentümerstrategie noch die Vorgaben der Wohnbauförderungspolitik ausreichend.

Nach der Immobilienkrise der 90er Jahre war es für WBG einfacher, Fremdkapital zu beschaffen. Mit den seit Juni 2022 gestiegenen Zinsen und den bevorstehenden strengeren regulatorischen Vorgaben durch Basel III final könnte sich das ändern. Die Wertermittlung einer Immobilie wird zukünftig an Bedeutung gewinnen.

1.2 Forschungsziel und -fragen

Diese Arbeit untersucht, wie ein geeignetes Diskontsatzmodell für gemeinnützige Wohnbauträger, die der Kostenmiete unterstellt sind, aussehen könnte. Hierzu werden empirisch erhobene Risiko-, Rendite- und Betriebskostendaten von WBG analysiert. Mit den gewonnenen Erkenntnissen wird ein Diskontsatzmodell entwickelt.

Die Arbeit verfolgt zwei Ziele:

- Erstens die Abgabe einer konkreten Handlungsempfehlung zu Gunsten der LUKB für die Immobilienbewertung nach Kostenmiete.
- Zweitens soll der Immobilienbranche und den WBG ein Denkanstoss gegeben werden, das bisherige Bewertungssystem zu hinterfragen und gestützt auf die Erkenntnisse dieser Arbeit einen Systemwechsel zu diskutieren.

Zu diesem Zweck werden folgende Forschungsfragen behandelt:

- Was sind fundamentale Unterschiede in der Bewertungstheorie zwischen klassischen (gewinnorientierten) Immobilien und solchen nach der Kostenmiete?
- Wie gestaltet sich ein risiko-/renditebasiertes Diskontsatzmodell für die Immobilienbewertung von WBG nach dem Kostenmietmodell? Eine empirische Untersuchung in der Stadt Zürich und Stadt/Region Luzern.

- Lässt sich durch die Analyse der Jahresabschlüsse von WBG ein Unterschied im Diskontierungssatz im Vergleich zur klassischen Bewertungsmethode herleiten? Falls ja, wie hoch sollte der Unterschied sein?

1.3 Abgrenzung des Themas

Die Arbeit schränkt sich auf WBG ein, die ein Kostenmietmodell anwenden. Geografisch konzentriert sich die Untersuchung auf die Stadt Zürich und die Stadt/Region Luzern. In diesen beiden Kantonen sind viele WBG aktiv und die LUKB ist in diesen Hauptmärkten tätig.

Das hergeleitete Modell erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit, da die Datenanalyse nur ein Sample von sechs Untersuchungsobjekten umfasst. Diese Anzahl ist nicht repräsentativ für die Etablierung eines neuen Diskontsatzmodells.

1.4 Vorgehen und methodischer Aufbau der Arbeit

Die Abschlussarbeit gliedert sich in zwei Hauptteile. Der erste Teil (Kapitel 2 bis 7) umfasst die theoretische Aufarbeitung, beginnend mit der Geschichte und Kultur des gemeinnützigen Wohnungsbaus, um das Thema einzuordnen. Danach wird detailliert auf die Wohnbauförderungspolitik und die ab 2025 anstehenden regulatorischen Veränderungen im Bankenumfeld eingegangen. Im nächsten Schritt werden die Grundlagen des Bewertungsmodells erörtert. Die Verkehrswertschätzungen der LUKB basieren auf dem Bewertungstool Wüest Dimensions (WD). Ein Verständnis der Funktionsweise dieses Bewertungssystems, inklusive Einfluss des Diskontierungssatzes auf die Bewertung, ist für die Arbeit essenziell.

Im zweiten Teil ab Kapitel 8 folgt der Praxisteil. Zuerst wird auf die heutige Bewertungspraxis nach dem Kostenmietmodell eingegangen. Danach folgt der detaillierte Beschrieb der Modellentwicklung mit den theoretischen Grundlagen zu den einzelnen Modellkomponenten und deren konkrete Umsetzung.

Zum Schluss folgt die Beantwortung der Forschungsfragen und die Abgabe einer konkreten Handlungsanweisung zuhanden der LUKB, gefolgt von der kritischen Würdigung der Ergebnisse und die Diskussion der Umsetzbarkeit des Diskontsatzmodells aus regulatorischer Sicht sowie praxisorientierte Empfehlungen.

Die Namen der teilnehmenden WBG dürfen in dieser Arbeit veröffentlicht werden, jedoch nicht die detaillierten Berechnungen. Diese werden den Betreuern separat zur Verfügung gestellt. Dieses Vorgehen ist mit der Studienleitung und den Betreuern abgesprochen. Mit den Teilnehmern dieser Studie sowie den zwei WBG-Dachverbänden

wurden Experteninterviews gemacht. Das Bundesamt für Wohnungswesen (BWO) wollte leider an der Umfrage nicht teilnehmen.

2. Theoretische Grundlagen und Fachliteratur zum Genossenschaftsmodell

Kapitel 2 behandelt die Geschichte der WBG und eine theoretische Abhandlung über ihre speziellen Eigenschaften.

2.1 Einordnung des Themas in der Literatur

Der Autor konnte trotz intensiver Suche keine Literatur zum Thema «Bewertung von Immobilien gemeinnütziger Wohnbauträger» oder dergleichen finden. Es gibt viel Literatur über die Geschichte der Wohnbaugenossenschaften oder das Kostenmietmodell. Beispiele sind Masterarbeiten wie «eine ökonomische Betrachtung der Kostenmiete» (Züger, 2020), «Das Modell der Kostenmiete im Vergleich zum Schweizer Mietrecht und dessen Anwendung im Wohnungsbau» (Stocker, 2022), «Mieterfluktuationsquoten bei Genossenschaften und Privat-Investoren im Vergleich» (Capeder, 2017), oder das umfassende Werk «die Wohnbaugenossenschaften der Schweiz» (Schmid, 2005). Des Weiteren gibt es einige Artikel und Studien des Bundesamtes für Wohnungswesen (BWO) oder der Stadt Zürich. International gibt es z.B. in England Richtlinien von RICS zum Thema «Valuation of land for affordable housing» (Solomon, 2016) resp. die «RICS Valuation – Global Standard 2023 UK national supplement», welche das Thema social housing behandeln. Diese liefern aber auch keinen Antworten auf das hier behandelte Thema. Aus diesem Grund dienen vor allem gesetzliche Vorgaben, Verordnungen und bestehende Bewertungspraxis als Quellengrundlage dieser Arbeit.

2.2 Geschichte und Kultur von gemeinnützigen Wohnbauträgern

Der Einstieg in das Thema erfolgt über die Geschichte und Idee der WBG. Das kulturelle Verständnis ist wichtig, um zu verstehen, warum ein anderer Ansatz der Immobilienbewertung geprüft werden soll.

2.2.1 Idee der Genossenschaft

Die wirtschaftliche Förderung der Mitglieder im Sinne der Selbsthilfe nach dem Motto «Zusammen sind wir stärker» ist eine zentrale Idee (Wohnbaugenossenschaften Schweiz, 2009). Die Grundidee ist, auftretende Probleme in einer Gemeinschaft durch gegenseitige Hilfestellung selbst zu lösen (Harbrecht, 2000, S. 37).

«Genossenschaften basieren auf Werten wie Selbsthilfe, Selbstverantwortung, Demokratie, Gleichheit und Solidarität. Genossenschaftsmitglieder glauben in der Tradition

ihren Gründerväter an ethische Werte wie Ehrlichkeit, Offenheit, soziale Verantwortung und Bemühen um den Anderen […]» (Schmid, 2009, S. 3).

Hanrath (2011, S. 126) ergänzt vorstehende Werte noch durch:

- Förderprinzip: Mitglieder stellen Eigenkapital durch Genossenschaftsanteile bereit und erhalten dafür das Recht auf preiswerten Wohnraum
- Identitätsprinzip: Mitglieder einer WBG sind gleichzeitig (Mit-)Eigentümer und Mieter (Kunde)
- Demokratieprinzip: Ein Mitglied = eine Stimme

Das Schweizerische Sozialarchiv (2023) ordnet das Genossenschaftswesen wie folgt ein:

> «In Zürich wurde 1869 die Genossenschaftsidee bei der Totalrevision der Kantonsverfassung […] in der Verfassung verankert, die es im Artikel 23 zur Staatsaufgabe machte, die Entwicklung des auf Selbsthilfe beruhenden Genossenschaftswesens zu fördern und erleichtern […]. Das Obligationenrecht von 1881 etablierte die Rechtsform der Genossenschaft auf gesamtschweizerischer Ebene».

Nach Art. 828 Abs. 1 des Schweizerischen Obligationenrechts (OR, SR 220, Kurzform Art. 828 Abs. 1 OR) wird die Genossenschaft wie folgt definiert:

> «Die Genossenschaft ist eine als Körperschaft organisierte Verbindung einer nicht geschlossenen Zahl von Personen […], die […] die Förderung oder Sicherung wirtschaftlicher Interessen ihrer Mitglieder in gemeinsamer Selbsthilfe bezweckt oder die gemeinnützig ausgerichtet ist».

2.2.2 Geschichte der Genossenschaft

Die Genossenschaftsidee erhielt zu Zeiten der industriellen Revolution starken Auftrieb. Die Grundidee lieferten die wirtschaftlich Schwächeren, Unterdrückten sowie die sozialen Utopisten. Der Kern der Bewegung liegt in der französischen Revolution mit dem seinerzeit aufgekommenen Freiheits- und Gleichheitsbegriff der Bürgerbewegung (Schmid, 2009, S. 2).

Das Wohnbaugenossenschaftswesen in der Schweiz entwickelte sich aus der Genossenschaftsidee im späten 19. Jahrhundert. Die Industrialisierung führte zu einer Verstädterung und zu einem grossen Bevölkerungswachstum, was wiederum massive Wohnungsprobleme zur Folge hatte. Arbeiterfamilien lebten teilweise unter schlechten Be-

dingungen. Die Wohnungsfrage wurde dadurch zum Politikum. Erste Baugenossenschaften entstanden in Schweizer Städten wie Basel, Bern und Zürich, oft abseits der Arbeiterbewegung. Pflichtanteilsscheine waren teuer, was Arbeiterfamilien ausschloss. Das führte dazu, dass die Genossenschafter überwiegend aus klein- und mittelbürgerlichen Schichten stammten. Um die Jahrhundertwende wurde auch die Stadt Zürich aktiv. Ab 1910 unterstützte sie Baugenossenschaften mit subventionierten Massnahmen, die eine Förderung mittels günstigem Verkauf von Baugrund, Gewährung vergünstigter Darlehen, Übernahme von Genossenschaftsanteilen sowie die Unverkäuflichkeit subventionierter Mehrfamilienhäuser festschrieb. Während des Ersten Weltkriegs verschärfte sich die Wohnungsnot, was zu staatlichen Mieterschutzmassnahmen seitens Bundes führte (Schweizerisches Sozialarchiv, 2023).

Bereits 1921 unterstützte der Bund gemeinnützige Wohnbauträger mit einem Baufonds über CHF 200'000 (Vorläufer des heutigen «Fonds de Roulement») (Wohnbaugenossenschaften Schweiz, Verband der gemeinnützigen Wohnbauträger, ohne Datum). Zwischen 1919 bis 1925 förderte der Bund die Wohnbauförderprogramme mit mehreren Millionen Schweizer Franken. Dies führte zu einem starken Anstieg der Baugenossenschaften. Nach dem Ende der Bundesförderung gingen viele Gemeinden dazu über, eigene Förderprogramme zu betreiben. 1924 schuf die Stadt Zürich mit den Grundsätzen betreffend Unterstützung des gemeinnützigen Wohnbauwesens die Grundlagen für die städtische Wohnbaupolitik. Das «rote Zürich» mit seiner sozialdemokratischen Mehrheit baute ab 1928 den kommunalen und genossenschaftlichen Wohnungsbau stark aus (Schweizerisches Sozialarchiv, 2023). Zwei weitere grosse Gründungswellen von WBG fanden zur Zeit des Zweiten Weltkrieges sowie ab 1980 statt (Küng, 1948, S. 12; Schweizerisches Sozialarchiv, 2023).

Das heutige Genossenschaftswesen hat viele ideelle Wurzeln, die auf vormoderne bäuerliche und handwerkliche Organisationsformen zurückgehen. Im 19. Jahrhundert kamen Einflüsse aus dem britischen und französischen Frühsozialismus sowie von deutschen Genossenschaftspionieren hinzu. Obwohl die meisten Genossenschaften politisch und konfessionell neutral sind, gibt es ein breites Spektrum an Zugehörigkeiten, von sozialdemokratisch-gewerkschaftlich bis bürgerlich-mittelständisch (Schweizerisches Sozialarchiv, 2023).

Es gibt keine einheitliche Begrifflichkeit für WBG (Schmid, 2005, S. 3). Bezeichnungen wie Baugenossenschaft, Mietergenossenschaft, Siedlungsgenossenschaft und gemeinnützige Baugenossenschaft sind üblich, oft mit Zusätzen wie «liberal» oder «ge-

meinnützig». Trotz der verschiedenen Namen verfolgen alle die gleiche Zielsetzung, weshalb «Wohnbaugenossenschaft» als Sammelbegriff verwendet wird (Fahrländer & Kloess, 2023a, S. 255).

WBG sind privatwirtschaftliche Selbsthilfeorganisationen, die eine Mischform von Mietverhältnis und kollektivem Eigentum bieten. Mitglieder kaufen ihre Wohnungen nicht, sondern werden durch Genossenschaftsanteile Miteigentümer der WBG und erhalten Mitspracherechte (Wohnbaugenossenschaften Schweiz, Regionalverband Zürich, 2021b, S. 1). Mieter von Genossenschaftswohnungen geniessen einen höheren Kündigungsschutz als normale Mieter. Der Mietvertrag kann nur dann gültig gekündigt werden, wenn gleichzeitig ein Grund für den Ausschluss aus der Genossenschaft vorliegt (Mieterinnen und Mieterverband, ohne Datum).

Rund 50% der WBG wurden von sozial engagierten Personen gegründet, gefolgt von den Handwerkergenossenschaften mit 21%. Bei rund 10% waren politische Parteien involviert (Schmid, 2005, S. 53).

2.3 Preisgünstiger Wohnraum

Gemeinnützige Wohnbauträger müssen Voraussetzungen erfüllen, um Förderhilfen der öffentlichen Hand zu erhalten.

2.3.1 Stufe Bund

In Artikel 108 Absatz 1 der Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft (BV, SR 101, Kurzform Art. 108 Abs. 1 BV) steht: «Der Bund fördert den Wohnungsbau, den Erwerb von Wohnungs- und Hauseigentum, das dem Eigenbedarf Privater dient, sowie die Tätigkeit von Trägern und Organisationen des gemeinnützigen Wohnungsbaus».

Dieser Verfassungsartikel wurde dann in das Bundesgesetz über die Förderung von preisgünstigem Wohnraum (Wohnraumfördergesetz, WFG, SR 842, Kurzform Art. Nr. WFG) vom 21.03.2003 überführt. Unter Art. 22 WFG ist definiert, dass der Bund den Bau, die Erneuerung und den Erwerb von preisgünstigem Wohneigentum fördert. In den Genuss der Bundeshilfe kommen Organisationen des gemeinnützigen Wohnungsbaus (Art. 33 WFG). Gem. Art. 4 WFG gelten als Organisationen des gemeinnützigen Wohnungsbaus die Träger des gemeinnützigen Wohnungsbaus, ihre Dachorganisationen, Emissionszentralen sowie Hypothekar-Bürgschaftseinrichtungen und andere Institutionen, die sich der Förderung von gemeinnützigem Wohnbau widmen.

2.3.2 Kanton Zürich

In Art. 1 Abs. 1 des Gesetzes über die Wohnbau- und Wohneigentumsförderung des Kantons Zürich (Wohnbauförderung ZH, Ordnungsnummer 841) steht, dass der Staat und die Gemeinden die Bereitstellung von preisgünstigen Mietwohnungen für Personen mit geringem Einkommen und Vermögen fördern kann, sofern ein Mangel besteht. Gem. Art. 4 Abs. 1 Wohnbauförderung ZH kann der Staat den Bau, den Erwerb und die Erneuerung von Mietwohnungen durch die Gewährung von zinslosen oder zinsgünstigen grundpfandgesicherten Darlehen fördern. Die Stadt Zürich ist seit der Volksabstimmung vom 27.11.2011 verpflichtet, bis ins Jahr 2050 den Anteil der gemeinnützigen Wohnungen in der Stadt auf einen Drittel aller Mietwohnungen zu erhöhen (Stadt Zürich, kein Datum).

2.3.3 Kanton Luzern

Artikel 1 Gesetz über Wohnbau- und Eigentumsförderung (Wohnbauförderung LU, SRL 897) bezweckt die Förderung des Wohnungsbaus und des Erwerbs von Wohnungs- und Hauseigentum vornehmlich für Bevölkerungskreise mit beschränkten finanziellen Mitteln. Zu diesem Zweck kann der Kanton diverse Massnahmen treffen, um in den Wohnungsmarkt einzugreifen.

Der Kanton Luzern hat im Gegensatz zum Kanton Zürich aktuell keine Wohnbauförderprogramme am Laufen (Bundesamt für Wohnungswesen BWO, 2023). Der Kanton Luzern delegiert die Kompetenzen, um den Wohnungsbau zu unterstützen, gestützt auf das Planungs- und Baugesetz, an die Gemeinden (Baublatt, 2023). Die Stadt Luzern muss gemäss der 2012 angenommenen Initiative «Für zahlbaren Wohnraum» sorgen, dass bis 2037 mindestens 16% des Wohnungsbestandes der Stadt nach den Kriterien der Gemeinnützigkeit vermietet werden (Stadt Luzern, 2021). Aus diesem Grund betreibt die Stadt Luzern eine aktive Bodenpolitik (u.a. Abgabe von Baurechten an WBG). Des Weiteren kann der Stadtrat weitere Grundstücke hinzukaufen und gemeinnützige Bauträgerschaften mit raumplanerischen Mitteln unterstützen (Stadt Luzern, 2024).

2.3.4 Gemeinnützigkeit

Der Begriff «gemeinnützig» wurde 1921 von der Eidgenossenschaft definiert (Fahrländer & Kloess, 2023a, S. 255).

Das WFG umschreibt in Artikel 4 Abs. 3. die Gemeinnützigkeit wie folgt: «Als gemeinnützig gilt eine Tätigkeit, welche nicht gewinnstrebig ist und der Deckung des Bedarfs an gemeinnützigem Wohnraum dient». Art. 3 Wohnbauförderung LU schreibt

sogar vor, dass der statutarische Zweck auf die Deckung des Bedarfs an preisgünstigen Wohnungen ausgerichtet sein muss.

In Art. 37 der Verordnung über die Förderung von preisgünstigem Wohnraum (Wohnraumförderungsverordnung, WFV, SR 842.1, Kurzform Art. 37 WFV) sind die Bedingungen stipuliert, wann eine WBG als gemeinnützig gilt.

> «Eine Organisation gilt als gemeinnützig, wenn sie nach ihren Statuten:
>
> a. den Zweck verfolgt, dauerhaft den Bedarf an Wohnraum zu tragbaren finanziellen Bedingungen zu decken;
>
> b. die Dividende gemäss Artikel 6 Absatz 1 Buchstabe a des Bundesgesetzes vom 27. Juni 19739 über die Stempelabgaben beschränkt;
>
> c. die Ausrichtung von Tantiemen verbietet;
>
> d. bei der Auflösung der Gesellschaft, Genossenschaft oder Stiftung den nach Rückzahlung des einbezahlten Gesellschafts-, Genossenschafts- oder Stiftungskapitals verbleibenden Teil des Vermögens dem in Buchstabe a erwähnten Zweck zuwendet; das Gesellschafts-, Genossenschafts- oder Stiftungskapital darf höchstens zum Nennwert zurückbezahlt werden».

Damit eine WBG als gemeinnützig gilt, muss sie entsprechende Vorgaben und Zweckbestimmungen in den Statuten festgehalten haben. Zwingend einzuhalten sind das Prinzip der Kostenmiete sowie der dauerhafte Spekulationsentzug des Wohnraums (Zurbuchen, 2014, S. 6).

2.3.5 Unverkäuflichkeit der Liegenschaften

Mit Art. 37 WFV Absatz d stipulierte der Bund einen dauerhaften Spekulationsentzug des Wohnraums (Zurbuchen, 2014, S. 6). Noch weiter geht der Kanton Zürich. Er schreibt klare Eigentumsbeschränkungen vor. In Artikel 5 Wohnbauförderung ZH steht:

> «[1] Empfängerinnen und Empfänger von Darlehen müssen öffentlichrechtliche Eigentumsbeschränkungen im Grundbuch anmerken lassen, die sicherstellen, dass die Gebäude hauptsächlich zu Wohnzwecken benutzt und die unterstützten Wohnungen nach dem Grundsatz der Kostenmiete an berechtigte Personen vermietet werden; zudem haben die Eigentumsbeschränkungen jeden Gewinn beim Verkauf auszuschliessen. Zu diesem Zweck steht

dem Staat und der Gemeinde ein im Grundbuch anzumerkendes Vorkaufsrecht zum Selbstkostenpreis zu.

[2] Mit der Rückzahlung der staatlichen Hilfe fallen die Eigentumsbeschränkungen dahin. Davon ausgenommen ist das Vorkaufsrecht, das frühestens 15 Jahre nach Anmerkung im Grundbuch erlischt».

Mit der Wohnbauförderung LU geht Luzern in eine ähnliche Richtung. Art. 8 Wohnbauförderung LU besagt, dass für Objekte, welche Leistungen aus diesem Gesetz beanspruchen, ein auf höchstens 25 Jahre befristetes Zweckentfremdungsverbot auferlegt werden kann. Damit müssen der Kanton und die Standortgemeinde für eine Handänderung einer solchen Liegenschaft schriftlich ihre Zustimmung geben. Zudem kann sich der Kanton ein auf höchstens 25 Jahre befristetes Kaufs- und Vorkaufsrecht zu den Selbstkosten (erhöht um den Mehrwert des Eigenkapitals) vorbehalten. Diese Einschränkungen sind gem. Art. 11 Wohnbauförderung LU als Anmerkung (öffentlichrechtliche Eigentumsbeschränkung) ins Grundbuch aufzunehmen.

2.3.6 Das Kostenmietmodell

Das Kostenmietmodell kommt zur Anwendung, wenn eine WBG indirekte Förderung des Bundes beansprucht hat. Das gilt für den Kanton Zürich wie auch Luzern. Weil der Bund die Wohnbauträger fördert und die Mietzinsen kontrolliert, kommen die Bestimmungen der Mietzinskalkulation von Art. 269ff OR nicht zur Anwendung (Art. 253b Abs. 3 OR). Als gesetzliche Grundlage für das Kostenmietmodell gilt das WFG bzw. WFV. Art. 12 Abs. 1 Buchstabe b WFG schreibt vor, dass die Mietzinsen auf Grund der Kosten festgelegt werden. Ein Teil der Kosten bilden die tatsächlichen Fremdfinanzierungskosten. Diese sind losgelöst vom Referenzzinssatz des BWO (Vorburger, kein Datum). In der Stadt Zürich wird dies anders gehandhabt.

Artikel 10 Absatz 3 Wohnbauförderungsverordnung Kanton Zürich (WBFV, Ordnungsnummer 841.1) schreibt vor, dass für Grundstücke mit unterstützten Mietwohnungen die Auflage im Grundbuch anzumerken ist, dass die unterstützen Wohnungen nach dem Grundsatz der Kostenmiete vermietet werden müssen. Die Kostenmiete wird auch im ersten Grundsatz der Charta der gemeinnützigen Wohnbauträger in der Schweiz erwähnt (Bundesamt für Wohnungswesen BWO, Wohnbaugenossenschaften Schweiz, & Wohnen Schweiz, 2012). In Artikel 8 der Verordnung über den preisgünstigen Wohnraum des Kantons Zürich (PWV, Ordnungsnummer 700.8) wird die Berechnung des Mietzinses definiert. Dort wird jedoch nicht von den tatsächlichen Kosten geschrieben, sondern die Verzinsung orientiert sich für die Gesamtinvestitionskosten am Referenz-

zinssatz für Hypotheken. Die Stadt Zürich hat diese Regelung im «Reglement über die Festsetzung, Kontrolle und Anfechtung der Mietzinse bei den unterstützten Wohnungen» (Mietzinsreglement, AS 841.150) übernommen und wie folgt definiert:

> «Die Mietzinse sind aufgrund der gesamten Investitionskosten aller Wohnungen (subventionierte und freitragende) einer Siedlung zu berechnen. Zu berücksichtigen und auszuweisen sind:
>
> 1. Die Verzinsung der gesamten Investitionskosten zum hypothekarischen Referenzzinssatz gemäss Mietrecht oder, sofern für sämtliche Liegenschaften angewandt und/oder aufgrund besonderer Bestimmungen vorgeschrieben, die effektive Fremdkapitalverzinsung sowie die Eigenkapitalverzinsung maximal zum Referenzzinssatz.[2]
> 2. Die Verbilligung durch Leistungen der Stadt und des Bundes
> 3. Die ausgewiesenen Baurechtszinsen
> 4. Ein Zuschlag nach Art. 3 insbesondere für öffentliche Abgaben, Einlagen in Erneuerungs- und Heimfallfonds sowie Abschreibungen, Versicherungen, Unterhalt und Verwaltung. [3]
>
> Art. 3 Der Zuschlag gemäss Art. 2 Ziff. 4 darf in der Regel 3 ¼ Prozent des Gebäudeversicherungswertes nicht überschreiten […]»

Konkret berechnet sich die Zürcher Kostenmiete wie folgt:

Kostenmiete im gemeinnützigen Wohnungsbau

Berechnung der höchstzulässigen Mietzinssumme
(«Faustregel», gem. städt. Mietzinsreglement Art. 2ff.)

Anlagekosten	**x**	**Verzinsung**	**=**	**Kapitalkosten** (+ Baurechtszins)
Assekuranzsumme	**x**	**Betriebsquote**	**=**	**übrige Kosten** (Betriebskosten)
Kapitalkosten	**+**	**übrige Kosten**	**=**	**Höchstzulässige Mietzinssumme**

Beispiel

Anlagekosten:	per 31. 12. 2008			5'831'080
Assekuranzsumme:	(Teuerungsindex 1025)			12'935'500
Anzahl Wohnungen:				57
Betriebsrechnung:				
Kapitalkosten:	5'831'080	zu	3.00%	174'932
Baurechtszins:				
Betriebskosten:	12'935'500	zu	3.25%	420'404
Höchstzulässige Mietzinssumme:				**595'336**

Abbildung 1: Kostenmietmodell Stadt Zürich; (Wohnbaugenossenschaften Schweiz, Regionalverband Zürich, kein Datum)

Die Verzinsung (Referenzzinssatz für Hypotheken), die Assekuranzsumme (Gebäudeversicherungssumme) und auch die Betriebsquote (3.25%) (Abbildung 1) sind im Kostenmietmodell der Stadt Zürich klar definiert. Die Anlagekosten hingegen werden im WFV Art. 2 definiert. Sie bestehen aus den Grundstückskosten (Kosten und Nebenkosten Grundstückserwerb, Aufwendungen für Abfindungen, Planungsarbeiten, Finanzierung vor Baubeginn, Kosten Groberschliessung) und den Erstellungs- (Kosten für Vorbereitungsarbeiten, Gebäude, Umgebungs- und Erschliessungsarbeiten, Baunebenkosten) bzw. Erwerbskosten. Die WBFV Art. 6 Lit. A (für Zürich) redet nicht von Anlagekosten, sondern von gesamten Investitionskosten, welche sich beim Neubau aus den Grundstückskosten sowie den Erstellungskosten zusammensetzen.

Offen ist die Berücksichtigung der Verzinsung des Eigenkapitals in den Anlagekosten. Gemäss Bodmer (2023) ist im Kostenmietmodell der Stadt Zürich die Verzinsung des eingesetzten Kapitals im Gegensatz zum Kostenmietmodell gem. OR nicht berücksichtigt (S. 85). Anderer Meinung ist Wohnbaugenossenschaften Schweiz. Das Zürcher Kostenmietmodell erlaubt eine Verzinsung des Eigenkapitals auf Grundlage des Referenzzinssatzes des BWO. Die Mieteinnahmen im Zürcher Kostenmietmodell dürfen nur die Kapitalkosten (Verzinsung des für den Erwerb und Erstellung eingesetzten Eigen- und Fremdkapitals zuzügl. allfälliger Baurechtszinsen sowie die Betriebskosten (Unterhalt, Reparaturen, Gebühren, Abgaben, Versicherungen, Verwaltung und Rückstellungen für künftige Erneuerungen) decken (Wohnbaugenossenschaften Schweiz, Regionalverband Zürich, 2021b, S. 3). Thalmann (2019, S. 5) sieht das gleich. Für die Errichtung oder den Erwerb einer Immobilie wird nebst Fremdkapital auch Eigenkapital eingebracht. Dieses Kapital hätte anderswo angelegt werden können, was eine Rendite erzielt hätte. Diese entgangene Rendite wird Opportunitätskosten oder auch Eigenkapitalkosten genannt. Die Kapitalkosten ergeben sich aus der Summe der Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalzinsen. Die Summe der Kapital- und Bewirtschaftungskosten ergeben die laufenden Kosten, was der höchstzulässigen Kostenmiete gem. Abbildung 1 entspricht.

Gemäss Autor dieser Arbeit geht das Kostenmietmodell von den Anlagekosten aus. Das ist die Aktivseite der Bilanz. Fremd- und Eigenkapital entsprechen der Passivseite. Die Passivseite wird im Kostenmietmodell nicht berücksichtigt. Jedoch muss die Aktivseite durch die Passivseite finanziert werden. Die Finanzierung, zusammengesetzt aus Eigen- und Fremdkapital, entspricht immer 100% der Anlagekosten. Somit ist das Eigenkapital indirekt in der Kostenmiete berücksichtigt. Das Merkblatt 18 Wohnbauförderung, wel-

che auch unter Art. 2 des Mietzinsreglements erwähnt ist, definiert die Investitionskosten (Stadt Zürich, 2017).

	Gesamte Investitionskosten			**Fr.**	**10‘000‘000**	**100.00%**
Pfandstelle	Pfandrechte	Finanzinstitut	Max-Z.		Pfandsumme	
1	Registerschulbrief	ZKB	10%	Fr.	6‘400‘000	64.00%
2	Grundpfandverschr.	Kanton Zürich	8%	Fr.	1‘240‘000	12.40%
2	Registerschulbrief	Stadt Zürich	10%	Fr.	1‘240‘000	12.40%
	Fremdkapital			**Fr.**	**8‘880‘000**	**88.80%**
3	GPfV Depot BR-Zins	Stadt Zürich		Fr.	480‘000	
	Eigenkapital			**Fr.**	**1‘120‘000**	**11.20%**

Abbildung 2: Gesamtinvestitionskosten, Merkblatt 18 (Stadt Zürich, 2017)

Im Kostenmietmodell spielen Wertsteigerungen von Immobilien oder Veränderungen der Marktmiete keine Rolle, denn die Grundstückskosten müssen zum ursprünglichen Kaufpreis eingesetzt werden (Bodmer, 2023, S. 85). Dennoch steigen die Immobilienpreise aufgrund der Bodenknappheit. Genossenschaften geben einen Teil dieser Gewinne in Form von niedrigeren Mietzinsen an die Mieter weiter (Bodmer, 2023, S. 87). Eine ältere Liegenschaft hat somit im heutigen Vergleich tiefe Anlagekosten, was gemäss Modell in Abbildung 1 zu tiefen Mieten im Vergleich zum Markt führt. Wurde die Immobilie jedoch in einer Phase mit hohen Preisen erstellt, so wird auch die Kostenmiete hoch ausfallen. Damit in solchen Situationen dennoch Kostenvorteile auf Basis des Kostenmietmodells entstehen, braucht es andere Quellen für Kostenvorteile (Bodmer, 2023, S. 85). Hier spielt die Wohnbauförderung, welche in Kapitel 3 erläutert wird, eine zentrale Rolle.

Gemäss Art. 10 PWV muss der Liegenschaftseigentümer die Mietzinsberechnung durch die zuständige Gemeinde bewilligen lassen (Verordnung über den preisgünstigen Wohnraum vom 11.07.2018). Bezieht eine WBG Bundeshilfe, kontrolliert das Bundesamt gem. Art. 54 WFG sogar die Mietzinsen.

In Luzern ist die Kostenmiete im Gesetz resp. einer Verordnung versteckt. In der Verordnung I zum Gesetz über Wohnbau- und Eigentumsförderung steht unter Art. 5 Abs. 1[1], dass der Kanton durch finanzielle Beihilfen die Erstellung von Wohnungen zu günstigen Mietzinsen unterstützen. In Art. 10 derselben Verordnung steht dann «zur Senkung der kostendeckenden Mietzinse». Erst in Art. 53 wird die amtliche Mietzinsfestlegung und Kontrolle während 25 Jahren seit Erwerb erwähnt und auch, dass bei der Mietzinsfestlegung die Verzinsung des Fremd- und Eigenkapitals und die Kosten für

[1] Verordnung über die Förderung des preisgünstigen Wohnungsbaus, der Erneuerung bestehender Wohnungen und des Erwerbs von Wohnungs- und Hauseigentum (Verordnung I zum Gesetz über Wohnbau- und Eigentumsförderung), vom 15.06.1993, Stand 01.03.2017, SRL 897a

Unterhalt, Verwaltung, Abgaben und Amortisationen entsprechend zu berücksichtigen sind, was dem Kostenmietmodell entspricht. Im Gegenzug zu Zürich hat der Kanton Luzern bisher kein Kostenmietmodell definiert.

Über die Kalkulation der Kostenmiete fliessen alle Formen der Wohnbauförderung wie z.B. Reduktion Baulandpreis, Zinsvergünstigungen auf Finanzierungen und marktunüblich tiefe Baurechte, in tiefere Mietzinsen ein. Verschiedene Quellen belegen dies:

- Nils Lehmann (2018) fand in seiner Masterarbeit heraus, dass die Mietzinsverbilligung durch die Objektförderung durch Bund und Kantone im Durchschnitt 47% bis 54% ausmacht (S. 33-34).
- Gemäss Sotomo/BWO sind gesamtschweizerisch die Mieten der WBG gegenüber den konventionellen Wohnungen im untersuchten Zeitraum 2010 bis 2014 im Schnitt um 15.4% günstiger (Sotomo, 2017, S. 6).
- Gemäss dem «Statistischen Jahrbuch der Stadt Zürich» im Jahr 2017 (letzte Ausgabe) sind Wohnungen von WBG in der Stadt Zürich im Durchschnitt um 30.49% günstiger (durchschnittlicher m2-Mietpreis WBG CHF 15.50 vs. CHF 22.30 konventionelle Wohnung) (Stadt Zürich, 2017, S. 239).

2.3.7 Fazit

Die Gemeinnützigkeit, die Unverkäuflichkeit der Liegenschaften wie auch die Anwendung des Kostenmietmodells ist in den Statuten vieler WBG geregelt. In Zürich jedoch weit verbreiteter als in Luzern.

Die Vorgaben der Charta der gemeinnützigen Wohnbauträger in der Schweiz, welche am 1. September 2012 als Gemeinschaftswerk des BWO und der zwei Genossenschafts-Dachverbänden Wohnbaugenossenschaften Schweiz und Wohnen Schweiz als Branchenleitbild herausgegeben wurden, liefern Formulierungsbeispiele (Bundesamt für Wohnungswesen BWO, 2012). Die Zürcher WBG orientieren sich an dieser Charta. Die Stadt Luzern erliess am 30.04.2024 zusammen mit dem G-Net (Netzwerk gemeinnütziger Wohnbauträger Luzern) eine eigene Charta für den gemeinnützigen Wohnungsbau, welche sich jedoch an der vorerwähnten Charta des BWO orientiert (Stadt Luzern, 2024). Damit WBG Anrecht auf Bundeshilfen haben, müssen sie sich gem. WFG mit der Charta der gemeinnützigen Wohnbauträger einverstanden erklären (Bundesamt für Wohnungswesen BWO, 2024, S. 2).

Diese fundamentalen Grundwerte (Gemeinnützigkeit, Kostenmietmodell, Spekulationsentzug) zeichnen WBG aus. Diese Parameter haben einen grossen Einfluss auf die Be-

stimmung des Liegenschaftswertes, worauf die gängige Bewertungspraxis jedoch noch keine Rücksicht nimmt.

3. Wohnbauförderung und Finanzierungsinstrumente

Die Gemeinnützigkeit, das Kostenmietmodell und die Unverkäuflichkeit der Liegenschaften sind Voraussetzung, dass WBG von Förderprogrammen der öffentlichen Hand profitieren können. Das Genossenschaftskapital einer WBG stellt i.d.R. ein eher symbolisches Element dar. Der grösste Teil des Kapitals stammt aus anderen, fremden Quellen (Bodmer, 2023, S. 88). Staatliche Förderprogramme spielen eine wichtige Rolle. Diese unterscheidet man in:

- Raumplanerische Instrumente wie z.B. höhere Ausnützung, Zuschläge bei der Gebäudehöhe oder -länge, geringere Grenz- oder Gebäudeabstände etc.
- Finanzierungsinstrumente
- Branchenförderung wie z.B. Beratung, Unterstützung in Projekten etc. (Bodmer, 2023, S. 86)

Das WFG ist seit 01.10.2003 in Kraft. Damit fördert der Bund u.a. den Bau oder die Erneuerung von Wohnungen sowie Tätigkeiten der Organisationen des gemeinnützigen Wohnungsbaus (Bundesamt für Wohnungswesen BWO, 2020).

«Das WFG stellt die folgenden Instrumente zur Verfügung:

a. Direkte Unterstützung durch zinslose oder zinsgünstige Darlehen für gemeinnützige Bauträger im Mietwohnungsbau
b. Direkte Unterstützung durch zinslose oder zinsgünstige Darlehen für Eigentümer von selbst genutztem Wohneigentum
c. Indirekte Unterstützung: Der Bund verbürgt die Anleihen der Emissionszentrale für gemeinnützige Bauträger (EGW), leistet Rückbürgschaften an die Hypothekarbürgschafts-Genossenschaften im Mietbereich und gewährt den Dachorganisationen des gemeinnützigen Wohnungsbaus Mittel für die Bildung eines Fonds de roulement
d. Mittel für die Forschung und die Förderung von exemplarischen Projekten».

Die bisher vom Bund direkt gewährten Darlehen wurden im Rahmen des Entlastungsprogrammes für den Bundeshaushalt 2003 sistiert. Aktuell sind somit nur die Förderungen von c) und d) vorerwähnt aktiv (Bundesamt für Wohnungswesen BWO, 2020). Die

unter c) erwähnte indirekte Unterstützung beinhaltet, dass die zwei gesamtschweizerisch tätigen Dachorganisationen des gemeinnützigen Wohnungsbaus (Wohnbaugenossenschaften Schweiz – Verband der gemeinnützigen Wohnbauträger und WOHNEN SCHWEIZ – Verband der Baugenossenschaften) im Auftrag des Bundes einen sogenannten Fonds de Roulement (FdR) verwalten und für ihre Mitglieder gemeinsam die Hypothekar-Bürgschaftsgenossenschaft (hgb) und die Emissionszentrale für gemeinnützige Wohnbauträger (EGW) betreiben (Bundesamt für Wohnungswesen BWO, 2024).

3.1 Fonds de Roulement (FdR)

Der FdR ist mit Krediten des Bundes ausgestattet und wird von den zwei Dachorganisationen verwaltet. Er unterstützt die WBG mit zinsgünstigen Darlehen für Neubau- und Erneuerungsprojekte sowie für den Kauf von bestehenden Objekten und Bauland. Es werden hohe Ansprüche an das ökologische und energieeffiziente sowie hindernisfreie Bauen gestellt. Um ein Darlehen des FdR zu erhalten, müssen viele Bedingungen eingehalten werden. Details sind im Merkblatt Wohnraumförderungsgesetz geregelt. Um Fördergelder des FdR zu erhalten, muss das Projekt zwingend den Förderungsgrundsätzen des WFG entsprechen. Die Darlehen haben eine Laufzeit von 20 Jahren (bei Darlehenshöhen bis CHF 30'000 pro Wohnung) resp. 25 Jahren (bei Darlehenshöhen grösser CHF 30'000 pro Wohnung) und werden im Nachgang zu den Bankfinanzierungen gewährt. Belehnungen bis 90% der Anlagekosten sind möglich. Die Darlehenshöhe ist abhängig von der Projektart, beträgt jedoch maximal CHF 60'000.- pro Wohnung resp. maximal CHF 5'000'000.- pro Gesuch. Die Darlehen klassifizieren als Fremdkapital. Um solche Darlehen zu erhalten, muss eine WBG-Mitglied bei Wohnbaugenossenschaften Schweiz sein, die Gemeinnützigkeit in ihren Statuten geregelt haben und ein Eigenkapital von mindestens 10% aufweisen. Bei diesen 10% Eigenmittelanteil gibt es jedoch wiederum Ausnahmeregeln. Von diesen 10% Eigenmitteln kann wiederum höchstens die Hälfte mit FdR-Darlehen abgedeckt werden. Somit beträgt das effektiv notwendige harte Eigenkapital lediglich mind. 5%. Die Verzinsung der Darlehen ist sehr attraktiv. Ihr Zinssatz liegt 2% unter dem Referenzzinssatz des BWO, beträgt aber mindestens 1% (aktueller Zinssatz) (Bundesamt für Wohnungswesen BWO, 2024).

Vom 2021 bis 2025 läuft noch das Bundes-Sonderprogramm für die Förderung von umfassenden energetischen Sanierungen speziell für gemeinnützige Wohnbauträger. Umfassende energetische Sanierungen der Gebäudehülle werden durch Darlehen des FdR unterstützt mit einer Laufzeit von 25 Jahren, wobei die ersten 10 Jahre zinsfrei sind (Bundesamt für Wohnungswesen BWO, 2022).

3.2 Hypothekar-Bürgschaftsgenossenschaft (hgb)

Die hgb verbürgt grundpfandgesicherte, nachrangige Darlehen bis maximal 90% des Schätzwertes/überprüfter Anlagekosten. Durch die Bürgschaft der hgb erhält die WBG wiederum attraktive Zinskonditionen. Es kommt für das gesamte Kapital der Zinssatz für die 1. Hypothek zur Anwendung. Mit einer Rückbürgschaft übernimmt der Bund einen Teil des Risikos. Für die Gewährung einer Bürgschaft gelten die gleichen Kriterien analog des FdR. Zudem können Bürgschaften der hgb mit Darlehen des FdR kombiniert werden (Bundesamt für Wohnungswesen BWO, 2024).

3.3 Emissionszentrale für gemeinnützige Wohnbauträger (EGW)

Dieses Förderinstrument ist für WBG bezüglich Zinskonditionen besonders attraktiv. Die EGW nimmt am Kapitalmarkt eine Anleihe auf, welche vom Bund verbürgt wird. Durch diese Bundesbürgschaft wird die Anleihe zu sehr attraktiven Konditionen gehandelt. Die EGW gibt die über die Anleihe aufgenommen Mittel an ihre Mitglieder weiter. Die Mittel der EGW können für Konsolidierungen von Baukrediten oder für Hypothekarablösungen bei Banken im Umfang bis 80% des Belehnungswertes eingesetzt werden. Auch hier gelten die gleichen Anforderungen analog des FdR und eine Kombination einer EGW-Anleihe mit einem FdR-Darlehen ist möglich (Bundesamt für Wohnungswesen BWO, 2024). Die Attraktivität einer EGW-Anleihe lässt sich am besten an einem konkreten Beispiel erläutern. Per 27.05.2024 wurde eine 20-jährige Anleihe über CHF 126 Mio. zu All-in-costs von 1.386% (Zinssatz 1.375% sowie Ausgabepreis 101.889%) aufgenommen (Emissionszentrale für gemeinnützigen Wohnungsbau, 2024). Der SARON-Zinssatz (ohne Marge) handelte per 31.05.2024 bei 1.45% respektive der Richtsatz für eine 10-jährige Festhypothek bei der LUKB lag bei 2.63% (Anmerkung des Verfassers: Die LUKB publiziert keine 20-jährigen Richtsätze).

3.4 Fazit

Nebst den Förderprogrammen des Bundes gibt es auch kantonale oder städtische Programme. Der Kanton Zürich fördert z.B. beim gemeinnützigen Wohnungsbau die Erneuerung und den Erwerb mit höchstens 15% der pauschalisierten Gesamtinvestitionskosten mit zinslosen Darlehen für 10 Jahre oder den Neubau und die Gesamterneuerung mit 20% der pauschalisierten Gesamtinvestitionskosten mit zinslosen Darlehen für 20 Jahre (Kanton Zürich, 2023). Die Stadt Zürich kennt weitere Fördermittel, u.a. die Vergabe von Bauland, Zonierung von Bauland mit Mindestanteil an gemeinnützigem Wohnungsbau, Beteiligung am Genossenschaftskapital und Restfinanzierungsdarlehen zu günstigen Konditionen (Stadt Zürich, kein Datum).

Diese Förderinstrumente reduzieren die Zinskosten der WBG zum Teil massiv. Im aktuellen Marktumfeld mit hoher Zuwanderung, verhaltener Bautätigkeit und Wohnungsmangel in der Schweiz steigt der politische Druck auf weitere Förderprogramme. Da diese Förderinstrumente langfristig angelegt sind, sollten sie bei der Herleitung des Diskontsatzes angemessen berücksichtigt werden, was derzeit in der Praxis nicht geschieht.

4. Einfluss Basel III final für gemeinnützige Wohnbauträger

Die geplante Einführung von Basel III final ab 01.01.2025 hat bereits Auswirkungen auf den schweizerischen Kreditmarkt. Unter der neuen Regulierung steigen die Eigenmittelanforderungen für Banken. Im aktuellen positiven Zinsumfeld ist Kapital nicht mehr uneingeschränkt verfügbar, anders als zu Zeiten der Negativzinsen. Die Schweizerische Nationalbank hat am 22.09.2022 die Negativzinsen aufgehoben, was die Situation verändert hat. Im nächsten Kapitel werden die Auswirkungen von Basel III final, welche in der Schweiz in die «Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung der Banken und Wertpapierhäuser» (Eigenmittelverordnung, ERV, SR 952.03) eingeflossen sind, beschrieben.

4.1 Vergleich Basel III zu Basel III final

Die ERV umfasst lediglich zwei Immobilienkategorien: Wohnliegenschaften (selbstgenutzt[2] und nicht selbstgenutzt) sowie Gewerbeliegenschaften (selbstgenutzt und nicht selbstgenutzt).

Gemäss ERV Art. 72b Abs. 6 müssen Banken den Belehnungswert vorsichtig festlegen. Dieser Wert wird für die Risikogewichtung genutzt (ERV Art. 72c Abs. 1). Banken müssen dabei das Niederstwertprinzip anwenden, d.h. den niedrigeren Wert von Marktwert oder Kaufpreis (ERV Art. 72b Abs. 7). Das Niederstwertprinzip wird von den Banken dahingehend interpretiert, dass bei Vorhandensein einer externen Liegenschaftsbewertung und einer internen Bankbewertung der tiefere Wert zur Anwendung gelangt. Bisher galt dieser Wert für zwei Jahre, wird aber unter Basel III final auf fünf Jahre verlängert. Eine Höherbewertung innerhalb dieser Frist ist nur möglich, wenn wertsteigernde Renovationen erfolgen (ERV Art. 72b Abs. 1). Ab dem 01.01.2025 gilt das Niederstwertprinzip für den gemeinnützigen Wohnungsbau nicht mehr (Schweizerische Bankiervereinigung, 2023b, S. 8).

[2] Selbstgenutzt: Liegenschaft wird von der Kreditnehmerin oder dem Kreditnehmer überwiegend selber bewohnt.

Unter Basel III final ändern sich die Risikogewichtungskategorien und deren Berechnungsart. Früher gab es drei Kategorien ohne Unterscheidung zwischen selbstgenutzten und nicht selbstgenutzten Immobilien. In der Berechnung der Risk-Weighted Assets (RWA) konnte jede Kategorie voll ausgeschöpft werden. Bei einer 75% Belehnung konnten die ersten 66% zu 35% Risikogewichtung und die letzten 9% zu 75% berechnet werden (Berechnungsbeispiel folgt). Basel III final führt detailliertere Risikogewichtungen ein, dafür entfällt die Unterteilung anhand der Belehnungshöhe. Art. 72c Abs. 1 ERV schreibt vor, dass eine grundpfandgesicherte Position ist in ihrer Gesamtheit mit dem dem Belehnungsgrad des Grundpfandes zugewiesenen Risikogewicht zu gewichten ist. Dies gilt zudem nur für fertiggestellte Liegenschaften. Im Bau befindliche Immobilien unterliegen höheren Risikogewichtungen von 100% bis zu 150%, abhängig vom Belehnungsgrad.

Gemäss ERV Art. 72c Abs. 3 müssen Kreditnehmer für die Finanzierung einen angemessenen Mindestanteil an Eigenmitteln einbringen, und der Bankkredit muss zeitlich und betragsmässig angemessen amortisiert werden. Andernfalls muss der Kredit für nicht selbstgenutzte Wohnliegenschaften mit einem Risiko von 150% gewichtet werden (ERV Art. 72c Abs. 5 b). Zudem müssen gleich- oder vorrangige Forderungen in die Berechnung des Belehnungsgrades einbezogen werden (ERV Art. 72a Abs. 4).

Die ERV macht für WBG mit einem staatlich kontrollierten Kostenmietmodell eine Ausnahme, indem sie gem. Art. 72 Abs. 3 ERV als selbstgenutzte Wohnliegenschaften klassifiziert werden dürfen. Dies führt zu einer deutlich niedrigeren Risikogewichtung im Vergleich zu klassischen Renditeliegenschaften (nicht selbstgenutztes Wohnobjekt). Während nicht selbstgenutzte Wohnliegenschaften mit 75% Belehnung unter Basel III final mit 60% Risikogewichtung bewertet werden, werden WBG-Liegenschaften mit nur 35% bewertet. Dadurch müssen Schweizer Banken weniger Eigenmittel für WBG-Kredite hinterlegen, was jedoch nur vordergründig vorteilhaft für die WBG ist.

Ab 01.01.2025 werden im Gegenzug die seit 2019 geltenden strengeren Richtlinien für Hypothekarfinanzierungen gelockert. Das Mindesteigenkapital sinkt von 25% auf 10% und die Amortisationsdauer wird von 10 Jahren auf 15 Jahren erhöht. Die Risikosteuerung erfolgt künftig über die Eigenmittelunterlegung (EM) der Banken. Hypothekarfinanzierungen von gemeinnützigen Wohnbauträgern und Liegenschaften mit staatlich kontrolliertem Kostenmietmodell sind von diesen Mindestanforderungen explizit ausgenommen (Schweizerische Bankiervereinigung, 2023a, S. 3-4). Tabelle 1 fasst die Hauptänderungen von Basel III zu Basel III final zusammen.

	Basel III	**Basel III final**
Massgebliche Belehnungsbasis	Niederstwertprinzip[3]	Niederstwertprinzip
Gültigkeitsdauer Niederstwert-prinzip	2 Jahre	5 Jahre
Unterscheidung Objektkategorien	Keine Unterscheidung in selbstgenutzt und nicht selbstgenutzt. Es gab lediglich die Kategorie «direkt und indirekt grundpfandgesicherte Position».	Neu wird die Kategorie «direkt und indirekt grundpfandgesicherte Position» unterschieden in «selbstgenutzte Wohnliegenschaften» und «übrige Wohnliegenschaften». Letztere beinhalten die nicht selbstgenutzten.
Risikogewichtung für «selbstgenutzte Wohnliegenschaften» (beinhaltet gemeinnützigen Wohnungsbau)	Belehnungsgrad bis: 66% 35% Über 66% - 80% 75% Über 80% 100%	Belehnungsgrad bis: 50% 20% Über 50% - 60% 25% Über 60% - 80% 35% Über 80% - 90% 45% Über 90% - 100% 55% Über 100% 75%
Risikogewichtung für «übrige Wohnliegenschaften» (nicht selbstgenutzt = Renditeliegenschaften)	Belehnungsgrad bis: 66% 35% Über 66% - 80% 75% Über 80% 100%	Belehnungsgrad bis: 50% 30% Über 50% - 60% 35% Über 60% - 70% 55% Über 70% - 80% 60% Über 80% - 90% 75% Über 90% - 100% 85% Über 100% 110%
Berechnung RWA	Aufteilung auf die entsprechenden Risikogewichtungsklassen	Keine Aufteilung mehr. Die Risikogewichtung erfolgt vollständig bei der zutreffenden Risikogewichtungsklasse

Tabelle 1: Vergleich Basel III mit Basel III final

Nachstehend wird die effektive Eigenmittelunterlegung unter Basel III und Basel III final anhand eines fiktiven Beispiels exemplarisch dargestellt.

[3] Niederstwertprinzip: bei einer Handänderung einer Liegenschaft gilt der tiefere Wert von Marktwert zu Kaufpreis als Belehnungswert.

Die kreditgebende Bank strebt eine CET1-Ratio (Kernkapital) von 12% an.

Die zu finanzierende Liegenschaft (vermietetes Mehrfamilienhaus) weist folgende Parameter auf:

CHF 10 Mio. Schätzwert und CHF 7.5 Mio. Kredithöhe = 75% Belehnung

Nach Basel III gibt es keine Unterscheidung, ob selbstgenutzt oder nicht. Die Eigenmittelunterlegung berechnet sich wie folgt:

RWA:

RWA bis 66% Belehnung = 35% x CHF 6'600'000	=	CHF	2'310'000
RWA bis 75% Belehnung = 75% x CHF 900'000	=	CHF	675'000
Total RWA: CHF 2'310'000 + CHF 675'000	=	CHF	2'985'000

EM:

EM = RWA x CET1 = CHF 2'985'000 x 12% CET1	=	CHF	358'200

Unter Basel III final resultiert folgende Eigenmittelunterlegung:

<u>Selbstbewohnte Wohnliegenschaft</u>

RWA = 35% x CHF 7'500'000	=	CHF	2'625'000
EM = CHF 2'625'000 x 12% CET1	=	CHF	315'000

<u>Nicht selbstbewohnte Wohnliegenschaft</u>

RWA = 60% x CHF 7'500'000	=	CHF	4'500'000
EM = CHF 4'500'000 x 12% CET1	=	CHF	540'000

Zu beachten ist, dass die Eigenmittelunterlegung keine Risiko- und Prozesskosten und keine Eigenkapitalrendite beinhaltet.

4.2 Fazit

Für die gleiche nicht selbstbewohnte Wohnliegenschaft muss die Bank unter Basel III final CHF 181'800 oder ganze 50.7% mehr Eigenmittel unterlegen als unter Basel III. Lediglich bei den WBG gibt es unter Basel III eine Entschärfung. Die Bank benötigt hier CHF 43'200 oder 12% weniger Eigenmittelunterlegung.

Diese neue Regulierung ab 01.01.2025 zwingt Schweizer Banken dazu, mehr Eigenmittel für Kredite von nicht selbstgenutzten Wohnliegenschaften zu hinterlegen. Höhere Eigenmittelanforderungen führen zu höheren Kreditzinsen. Da Kapital wieder knapp ist, werden Banken ihre freien Eigenmittel dort allozieren, wo das beste Rendite-Risiko-Verhältnis zu erwarten ist. Dies wird zu internen Verteilungskämpfen führen und die bisher niedrigen Zinskonditionen für WBG unter Druck setzen. Dies ist im Markt aktuell bereits feststellbar. Die Zinssätze, auch für WBG-Finanzierungen, sind aktuell am Steigen.

Die neue Regelung zeigt die Wichtigkeit der Belehnungshöhe auf. Diese ist wiederum abhängig vom Schätzwert einer Liegenschaft. Inskünftig wird es für WBG wichtiger werden, dass die Kreditgeber Liegenschaften nach dem Kostenmietmodell präziser, sprich meist höher, bewerten können als dies heute erfolgt. Aus diesem Grund stellt diese Masterarbeit für den gemeinnützigen Wohnungsbau eine wichtige Grundlagenarbeit dar.

Die neuen Basel III final-Vorschriften resp. das REV zeigt exemplarisch auf, wo der Bund überall eingreift, um den gemeinnützigen Wohnungsbau zu fördern. Diese Förderinstrumente führen dazu, dass WBG tiefere Risiken als herkömmliche Immobilieninvestoren aufweisen.

5. Anforderungen an das Bewertungsmodell

Bevor ein neues Bewertungsmodell entwickelt werden kann, müssen die Anforderungen seitens LUKB und des Regulators an ein solches bekannt sein. Diese Aspekte werden nun erläutert.

5.1 Anforderungen der LUKB

Die Schätzungspolitik der LUKB orientiert sich an den «Richtlinien für die Prüfung, Bewertung und Abwicklung grundpfandgesicherter Kredite» der Schweizerischen Bankiervereinigung und dem Schätzungsreglement der Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken. Der Bankwert entspricht dem aktuellen Liegenschaftswert ohne spekulative Elemente unter normalen Marktverhältnissen. Dabei werden nicht nur rechnerische Ergebnisse, sondern auch der Gesamteindruck und die lokalen Marktverhältnisse berücksichtigt. Allgemein anerkannte Schätzungsmethoden werden angewendet, wobei Renditeliegenschaften auf Basis des Ertragswertes bewertet werden (Luzerner Kantonalbank, 2022, S. 1-4).

5.2 Anforderungen des Regulators und der Rechnungslegung

Die Selbstregulierung der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) wird von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) gemäss Art. 7 Abs. 3 des Finanzmarktaufsichtgesetzes (FINMAG) vom 22.06.2017 als aufsichtsrechtlicher Mindeststandard anerkannt. Die SBVg-Richtlinien besagen unter Punkt 4.2., dass unabhängige Organe der Bank die Bewertungsmodelle wählen und deren Anwendung festlegen. Die Bank regelt manuelle Wertkorrekturen und dokumentiert das Bewertungsmodell inklusive statistischer Grundlagen. Für Renditeliegenschaften ist gem. SBVg Punkt 4.5 der Ertragswert massgebend. Die Methode zur Bestimmung der Kapitalisierungssätze pro Objektart und deren Anpassung wird festgelegt. Für den gemeinnützigen Wohnungsbau gilt die Ertragswertmethode, jedoch ohne das Niederstwertprinzip. Zudem muss in bankinternen Regelungen die Bestimmung der anzuwendenden nachhaltigen Mieten geregelt werden (Schweizerische Bankiervereinigung, 2023b, S. 1-8).

Die IVS 105 sehen unter Zif. 50.31 vor, dass die Immobilienbewerter jede vernünftige Methode zur Bestimmung eines angemessenen Diskontsatzes anwenden können. Eine der gängigen Methode ist das WACC-Modell (International Valuation Standards Council, 2022, S. 46).

Das OR bietet einen grossen Spielraum bei der Bilanzierung von Immobilien (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 292). Laut OR Art. 960a Abs. 1 dürfen Aktiven bei der Ersterfassung höchstens zu Anschaffungs- oder Herstellungskosten bewertet werden. Im Folgejahr dürfen sie gem. OR Art. 960a Abs. 2 nicht höher bewertet werden als zu diesen Kosten. Nutzungs- und altersbedingte Wertverluste müssen gem. OR 960a Abs. 3 durch Abschreibungen und andere Wertverluste durch Wertbereinigungen berücksichtigt werden, basierend auf allgemein anerkannten kaufmännischen Grundsätzen.

Alle WBG müssen nach OR bilanzieren. Solche mit mehr als 2'000 Genossenschaftern zudem nach einem anerkannten Standard zur Rechnungslegung (OR Art. 962 Abs. 2), wobei hierzu i.d.R. Swiss GAAP FER gewählt wird. Die Bewertung von Sachanlagen ist in Swiss GAAP FER 18 geregelt. Demnach können Renditeliegenschaften entweder zu aktuellen Werten oder zu Anschaffungswerten abzüglich Abschreibungen erfasst werden (Swiss GAAP FER, kein Datum). Die Wertermittlung erfolgt entweder

- durch den Vergleich mit ähnlichen Objekten
- oder nach dem zu erwartenden Ertrag respektive Geldfluss unter Berücksichtigung eines risikogerechten Abzinsungssatzes

- oder die Berechnung nach einer anderen allgemein anerkannten Methode (PWC, kein Datum)

5.3 Fazit

Sowohl die LUKB als auch der Regulator und die Buchhaltungsvorschriften erlauben die Anwendung eines risiko-/renditebasierten Diskontsatzmodells. Liegenschaften müssen nach der Ertragswertmethode bewertet werden, wobei das Diskontsatzmodell integraler Bestandteil ist. Die Bank muss sicherstellen, dass dieses Modell in den internen Weisungen behandelt, dokumentiert und mit statistischen Daten hinterlegt ist.

6. Heutige Bewertungspraxis

In den zwei folgenden Kapiteln wird einerseits das Bewertungsprogramm der LUKB beschrieben und andererseits auf die unterschiedliche Bewertungspraxis eingegangen.

6.1 Funktionsweise des Immobilienbewertungsprogrammes der LUKB

Wie wir unter Kapitel 5.1 erfahren haben, wendet die LUKB die Ertragswertmethode an. Hierzu wird die Bewertungssoftware Wüest Dimensions von Wüest Partner AG (WP) verwendet (Luzerner Kantonalbank, 2022, S. 4). WP unterscheidet folgende Ertragswertmethoden:

- Kapitalisierungsmodell
  Es entspricht einer Ertragswertmethode zur Bewertung von Renditeliegenschaften. Das Modell enthält Kostenbenchmarks und Kapitalisierungssätze für jede Gemeinde und Immobiliennutzung.
- Ertragswertmethode
  Diese basiert auf dem Kapitalisierungsmodell mit dem Unterschied, dass in der Ertragswertmethode neben den Mietpotenzialen auch die Kapitalisierungssätze und die Kosten (Betrieb, Instandhaltung und Instandsetzung) individuell festgelegt werden.
- Discounted Cashflow-Methode (DCF) (Wüest Partner AG, 2018c, S. 5)

Das Kapitalisierungsmodell als Basis der Ertragswertmethode funktioniert wie in Abbildung 3 dargestellt:

Ertragswertverfahren

Schritt 1	Nachhaltige Mieterträge – Betriebs- und Unterhaltskosten / Risikogerechte Kapitalisierung
Schritt 2	Bereinigung der Ergebnisse aus dem 1. Schritt mit einem allfälligen – aufgestauten Renovationsbedarf und/oder – (Baurecht)
Schritt 3	= Marktwert der Liegenschaft

Die notwendigen Benchmark- und Referenzdaten sind in dem Modell hinterlegt.

Abbildung 3: Ertragswertverfahren WP (Wüest Partner AG, 2018a, S. 56)

Der Ertrags- und der Sachwert sind die beiden Hauptfaktoren bei der Immobilienbewertung und beeinflussen den Marktwert positiv. Bei Fertigstellung einer Immobilie sind beide Werte gleich, aber mit zunehmendem Alter weichen sie voneinander ab. Dies liegt an den unterschiedlichen Bewertungsmethoden (SVKG, 2019, S. 85-86). Laut SVKG führt das Ertragswertverfahren zu angemessenen Ergebnissen bei der Marktwertbestimmung, wenn empirisch abgeleitete Kapitalisierungssätze verwendet werden (2019, S. 87).

Die Ertragswertmethode berücksichtigt keine historischen Kosten, sondern basiert auf zukünftigen Cashflows und unterscheidet sich in ein statisches und dynamisches Verfahren (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 299-300). Alle Ertragswertmethoden (Bruttokapitalisierung, Nettokapitalisierung, Barwertmethode, DCF) beinhalten dasselbe und nutzen die Zinseszinsrechnung, genauer gesagt die Abzinsung oder Diskontierung genannt. Unterschiede bestehen in der Flexibilität und Transparenz der Annahmen und Eingangsgrössen. Die in Abbildung 3 dargestellte Formel entspricht einer ewigen Rente. Die Wahl des Betrachtungshorizonts beeinflusst die Immobilienbewertung, wobei der Barwert zukünftiger Zahlungen mit der Zeit abnimmt. Bei einem hohen Zinssatz schneller als bei einem kleinen. Ab einem Betrachtungszeitraum von 100 Jahren ändert sich der Marktwert einer Immobilie nur noch wenig. Bei einem Zinssatz von 5% werden 99% des Marktwerts in den ersten 99 Jahren bestimmt, bei 3% sind es 94.8% (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 314-318).

Die Ertragswertmethode von WP in Abbildung 3 und 5 basiert auf der Nettokapitalisierung (im Wüest Dimensions LUKB-Modell wird jedoch die Bruttokapitalisierung angewendet). Dabei werden vom Bruttomietwert die Bewirtschaftungskosten und Rückstellungen abgezogen. Der resultierende Nettomietwert wird mit dem Basiszinssatz (Anmerkung des Verfassers: im WD-Modell Nettokapitalisierungssatz genannt) diskon-

tiert. Sowohl Bruttomietzins, Bewirtschaftungskosten als auch Diskontierungssatz bleiben bei der Ertragswertmethode für die Zukunft konstant. Bei anstehenden Instandsetzungen wird der Mietwert nach Renovationen verwendet, und die erforderlichen Investitionen können abgezogen werden (SVKG, 2019, S. 145). Die Zukunftswerte sind reale Werte. Dementsprechend wird auch ein realer Zinssatz beim Kapitalisierungssatz eingesetzt (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 319). Dies sieht man gut im Beispiel im Anhang 3. Das Basisniveau Risiko ist nicht mit 1.40% erfasst, sondern nur mit 0.15%. Die Differenz ist die Inflation, welche im WD aktuell mit 1.25% hinterlegt ist.

Die Ertragswertmethode der LUKB berücksichtigt analog zur Formel von WP gemäss Abbildung 3 Schritt 2 den aufgestauten Unterhaltsbedarf, der sofort zu investieren ist, um die Fortführung des Betriebs sicherzustellen. Dieser Betrag umfasst nur aufgelaufene Wertelemente, die nicht anderweitig in der Marktwertermittlung berücksichtigt werden (SVKG, 2019, S. 179). Technisch wird angenommen, das Gebäude sofort durch Renovationen in einen neuwertigen Zustand zu versetzen. Dies führt zunächst zu einem Wert wie bei einem Neubau, abzüglich der geschätzten Instandsetzungskosten, um den realen Zustand eines älteren Gebäudes widerzuspiegeln (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 322).

6.2 Heutiger Stand der Liegenschaftsbewertung nach Kostenmietmodell

Die folgenden Informationen basieren auf den Erfahrungen und Beobachtungen des Autors während seiner täglichen Arbeit. Sie entsprechen Einzelfällen und sind keine systematische Datensammlung. Weil der Autor dem Bankgeheimnis untersteht, werden die Beobachtungen nur beschrieben und es erfolgt kein Quellenverweis, ausser dieser ist öffentlich zugänglich. Nachstehende Beispiele verdeutlichen die uneinheitliche Praxis bei der Bewertung von Liegenschaften nach dem Kostenmietmodell.

Externe Bewerter unterstellen Liegenschaften nach der Kostenmiete i.d.R. einer hypothetischen Marktmiete, die sich am oberen Preisquantil orientiert. Der Kapitalisierungssatz wird aus ihren Zuschlagsmodellen abgeleitet. Dabei wird keine Rücksicht auf die Eigentümer- und Unternehmensstrategie oder gesetzliche Vorschriften genommen.

Die Zürcher Kantonalbank wendet sowohl ein Marktmiet- als auch ein Baugenossenschaftsmodell an. Im Marktmietmodell wird die Immobilie einer theoretischen Marktmiete unterworfen und entsprechend bewertet, analog wie bei anderen externen Bewertern. Im Baugenossenschaftsmodell wird die Kostenmiete auf Basis des Zürcher Kostenmietmodells hergeleitet, wobei Mehrkosten der Baugenossenschaft gegenüber dem Marktmodell berücksichtigt werden (z.B. höhere Betriebs-, Instandhaltungs- und In-

standsetzungskosten). Dafür wurde im untersuchten Fall beim Diskontierungssatz ein kleiner Abschlag von 0.10% gemacht.

Die Allgemeine Baugenossenschaft Zürich (ABZ) hat auf ihrer Homepage die Portfoliobewertung von IAZI nach Kostenmiet- und Marktmietmodell veröffentlicht. Mit der erzielten Kostenmiete von CHF 70'146'079 p.a. (CHF 163/m2) und einem Bruttokapitalisierungssatz von 3.35% resultiert im Kostenmietmodell ein Portfoliowert von CHF 2'093'394'000. Im Marktmietmodell wird ein durchschnittlicher Mietpreis von CHF 279/m² angewendet, was bei gleicher Bruttokapitalisierung zu einem theoretischen Marktwert von CHF 3'612'916'000 führt, also 72.6% mehr (IAZI, 2023). Bei der IAZI-Bewertung erfolgte lediglich eine Anpassung der Mietwerte.

In Tabelle 2 sind zwei Bewertungsbeispiele der LUKB ersichtlich. Hierbei wurde ein Mehrfamilienhaus in der Stadt Zürich und in Kriens LU[4] nach Kosten- und Marktmiete bewertet. Die Bewertungen basieren auf real existierenden Liegenschaften und dürfen auf Grund des Bankgeheimnisses nicht publiziert werden. Daher werden hier die Hauptparameter zusammengefasst:

Region	**Schätzwert**	**Mietertrag IST**	**Mietertrag Bewertung**	**Kap-Satz**	**Bemerkung**
Stadt Zürich *Kostenmiete*	CHF 33'360'000	CHF 1'086'216 (CHF 198/m2) 5% Quantil	CHF 1'138'112 (CHF 208/m2) 5% Quantil	3.18% Brutto 2.17% Netto (3.41% Brutto-, 2.33% Netto-rendite)	Nachhaltige Miete um 5% erhöht; Brutto-Kap.-Satz um -0.4% reduziert CHF 2'476'605 aufgestauter Unterhaltsbedarf
Stadt Zürich *Marktmiete*	CHF 42'600'000	CHF 1'086'216 (CHF 198/m2) 5% Quantil	CHF 1'728'672 (CHF 320/m2) 72% Quantil	3.59% Brutto 2.66% Netto (4.06% Brutto-, 3.01% Netto-rendite)	Marktmiete CHF 5'596'958 aufgestauter Unterhaltsbedarf plus Übergangsdauer Mietanpassung
Kriens *Kostenmiete*	CHF 7'720'000	CHF 313'380 (CHF 244/m2) 58% Quantil	CHF 321'280 (CHF 250/m2) 62% Quantil	3.93% Brutto 2.79% Netto (4.16% Brutto-, 2.96% Netto-rendite)	Minimale Mietzinsanpassung; keine Korrektur auf Brutto-Kap.-Satz CHF 463'586 aufgestauter Unterhaltsbedarf
Kriens *Marktmiete*	CHF 8'520'000	CHF 313'380 (CHF 244/m2) 58% Quantil	CHF 346'680 (CHF 270/m2) 73% Quantil	3.84% Brutto 2.81% Netto (4.07% Brutto-, 2.97% Netto-rendite)	Marktmiete; keine Korrektur auf Brutto-Kap.-Satz CHF 511'332 aufgestauter Unterhaltsbedarf

Tabelle 2: Vergleich LUKB-Bewertung Kosten- vs. Marktmiete

[4] Es war leider keine aktuelle Bewertung einer Liegenschaft der Stadt Luzern im Kostenmietmodell verfügbar

In der Stadt Zürich liegt der Brutto-Kapitalisierungssatz nach Kostenmiete bei 3.18% im Vergleich zu 3.59% bei Marktmiete. Dies erscheint logisch, da die Kostenmiete deutlich unter der Marktmiete liegt, was ein geringeres Risiko und somit einen niedrigeren Brutto-Kapitalisierungssatz widerspiegelt. In Kriens ist es jedoch umgekehrt. Der Brutto-Kapitalisierungssatz beträgt 3.93% zur Kostenmiete und 3.84% zur Marktmiete, obwohl die Marktmiete 10.6% höher liegt. Dies ist systemtechnisch durch das Zuschlagsmodell bestimmt.

7. Theorie Diskontsatzmodelle

Die Theorie zum Diskontsatzmodell wird in zwei Teile gesplittet. Der allgemeine Teil wird in Kapitel 7 erläutert. Der spezifische Teil zu den einzelnen Komponenten des Diskontsatzmodells wird im Praxisteil Kapitel 8 beschrieben.

7.1 Was ist ein Diskontierungssatz

Der Diskontierungssatz wird verwendet, um zukünftige Zahlungen auf den heutigen Wert abzuzinsen, wodurch der Barwert (Present Value) entsteht. Wird ein Ertrag, eine regelmässig gleichbleibende Zahlung (Annuität) zu einem Ertragswert kapitalisiert, spricht man von einem Kapitalisierungssatz. In einer zweiphasigen DCF-Bewertung diskontiert der Diskontierungssatz die Cashflows der ersten Phase (expliziter Prognosehorizont, i.d.R. die ersten zehn Jahre), und der Kapitalisierungssatz berechnet den Restwert aus dem letzten Cashflow der zweiten Phase, der Restnutzungsdauer (Salzmann, 2014). Der Kapitalisierungssatz ist ein Prozentsatz, mit dem der Ertragswert aus dem Mietwert berechnet wird (SVKG, 2019, S. 468). In der Praxis werden beide Begriffe vielfach Synonym verwendet. In dieser Arbeit wird der Begriff Diskontierungssatz genutzt.

7.2 Die verschiedenen Diskontsatzmodelle

Mit der Diskontierung geht es um die risikogerechte Verzinsung des eingesetzten Kapitals. Es gibt zwei Modellklassen, analytisch und synthetisch (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 353).

7.2.1 Synthetisches Zuschlagsmodell

Beim synthetischen Ansatz wird zwischen einem Modell nach dem Opportunitätskostenprinzip und einem Modell, bei dem der Zinssatz auf Basis des WACC bestimmt wird, unterschieden. Das WACC-Modell wird in der internationalen Literatur kaum empfohlen, entspricht aber gemäss Fahrländer & Kloess jedoch oft der Realität der Investoren. Der Opportunitätskostenansatz basiert auf der Verzinsung einer risikolosen

Anlage mit Zu- und Abschlägen. Trotz seiner Transparenz ist die Datenlage in der Schweiz dünn, sodass Schätzungen notwendig sind. Ausgangspunkt des Modells bildet als Basissatz die Verzinsung einer risikolosen Anlage (Anmerkung des Verfassers: i.d.R. wird der Zins der 10jährigen Schweizer Bundesobligation genommen), ergänzt um einen generellen Immobilienzuschlag (Immobilitätsprämie). Dieser ist empirisch zu bestimmen, denn er ergibt bereits den Diskontierungssatz für eine ganz bestimmt spezifizierte Immobilie. Zum Schluss kommen weitere Zu- und Abschläge für unterschiedliche Nutzungen, unterschiedliche Makro- und Mikrolagen sowie unterschiedliche Objekteigenschaften usw. hinzu (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 353-357).

7.2.2 Analytisches Zinssatzmodell

Das analytische Modell basiert auf der Vergleichswertmethode, bei der Diskontierungssätze kürzlich gehandelter Immobilien verwendet und angepasst werden, um eine flächendeckende Diskontierungslandschaft für die Schweiz zu schaffen. Diese Sätze werden nach Nutzungsarten und Risikokategorien für verschiedene Standorte generalisiert. Im Modell von Fahrländer und Partner erfolgt dies anhand des Makro-Lageratings, das für jede Gemeinde der Schweiz berechnet wird. Die Ergebnisse liefern wichtige empirische Daten für das synthetische Zuschlagsmodell (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 354-356).

Unabhängig vom verwendeten Modell ist es wichtig zu beachten, welche Kontraste einfliessen. Ein Modell könnte beispielsweise auf eine durchschnittliche Mikrolage «geeicht» sein, was zu Abschlägen für gute und Zuschlägen für ungünstige Mikrolagen führt. Ein anderes Modell könnte auf die beste Mikrolage «geeicht» sein, wodurch schlechtere Mikrolagen Zuschläge erhalten. Wichtig ist, dass beide Ansätze letztendlich zu demselben Ergebnis führen (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 357).

7.3 Diskontsatzmodell der LUKB

Wie unter Kapitel 6.1 erwähnt, bewertet die LUKB die Immobilien mit der Bewertungssoftware WD. Diese basiert im LUKB-Modell auf der Bruttodiskontierung. Die Kapitalisierungssätze werden von WP bezogen, wobei die LUKB objektspezifische Zu- und Abschläge machen kann. Die Kapitalisierungssätze werden mindestens jährlich überprüft und wenn nötig angepasst (Luzerner Kantonalbank, 2022, S. 1-4). In Abbildung 4 sind die detaillierten Komponenten des WP-Diskontsatzmodells ersichtlich.

Komponente	Beschrieb	Effekt / Berechnung
Basisniveau Risiko	Basisverzinsung einer risikoarmen sehr langfristigen Anlage	Ist nutzungsunabhängig
Immobilienspezifischer Zuschlag	Nutzungsspezifischer Zuschlag	Je liquider eine Nutzung auf dem Markt ist, desto tiefer ist der Zuschlag
Makrolage	Abhängig von der Gemeinde	Basis für die Berechnung bildet das Markt- und Standortrating von Wüest Partner. Die besten Makrolagen (Note 5.0) erhalten keinen Zuschlag.
Intrakommunales Rating	Abhängig vom Quartier bzw. der Ortschaft innerhalb der Gemeinde	Top Quartiere/Ortschaften innerhalb einer Gemeinde erhalten einen Abschlag, die schlechteren Quartiere/Ortschaften einen Zuschlag
Mikrolage	Abhängig von der Lage innerhalb der Gemeinde/Ortschaft/Quartier	Basis für die Berechnung ist die Mikrolageneinschätzung im Qualitätsprofil. Die besten Mikrolagen (Note 5.0) erhalten keinen Zuschlag.
Ertragsrisiko	Abbildung des Risikos, ob eingeschätzte Marktmieten nachhaltig erzielbar sind	Wohnennutzungen: Je höher die Abweichung der Marktmieten im Vergleich mit den aktuellen Mieten sind, desto höher ist der Zuschlag. Kommerzielle Nutzungen: Bei der Berechnung des Zuschlags werden Konzentrationen auf einzelne Mieter in Kombination mit Vertragslaufzeiten
Objektqualität	Objekte mit schlechter Qualität sind iliquider	Basis für die Berechnung bildet die Einschätzung der Objektqualität im Qualitätsprofil. Top Qualitäten (Note 5.0) erhalten keinen Zuschlag.
Objektgrösse	Kleine Objekte sind auf dem Markt liquider	Bei kleinen Objekten gibt es einen Abschlag auf der Diskontierung. Basis für die Berechnung sind die Informationen aus dem Nutzungsspiegel.
Sämtliche Zuschläge (mit Ausnahme das Basisniveau Risiko) werden nutzungsgewichtet (nach Erträgen) berechnet/abgebildet		

Komponente	Beschrieb	Effekt / Berechnung
Ausnützungsreserven	Nicht ausgenützte Ausnützungsreserven könnten ein Objekt auf dem Markt liquider machen	Es kann manuell ein Abschlag (oder auch ein Zuschlag) erfasst werden.
Entwicklungsprojekt	Entwicklungsprojekte haben eine Realisierungsrisiko	Es kann manuell ein Zuschlag erfasst werden.
Baurecht	Baurechtsliegenschaften haben zusätzliche Risiken / sind iliquider	Auf Basis der Angaben zum Baurecht (Wertkorrektur) wird ein Zuschlag berechnet
Eigentumsbeschränkung	Eigentumsbeschränkungen machen Objekte schwerer handelbar	Es kann manuell ein Zuschlag erfasst werden.
Zusatzposition(en)	individuelle weitere Zu- und Abschläge	Es kann manuell ein weiterer Zu- oder Abschlag erfasst werden.
Sämtliche Zuschläge (mit Ausnahme das Basisniveau Risiko) werden nutzungsgewichtet (nach Erträgen) berechnet/abgebildet		

Abbildung 4: detaillierte Komponenten des Diskontsatzmodells WP (Wüest Partner AG, 2018b, S. 35-36)

Das von WP verwendete Diskontsatzmodell ist nach diversen Parametern zusammengesetzt, dessen Wirkungsweise in Abbildung 5 veranschaulicht wird. Die nutzungsspezifischen Zuschläge unterscheiden sich nach Wohnen, Büro, Verkauf, Parken innen und Parken aussen (Wüest Partner AG, 2018b, S. 32). Die grundsätzliche Funktionsweise des Modells orientiert sich nach dem synthetischen Zuschlagsmodell gemäss Kapitel 7.2.1.

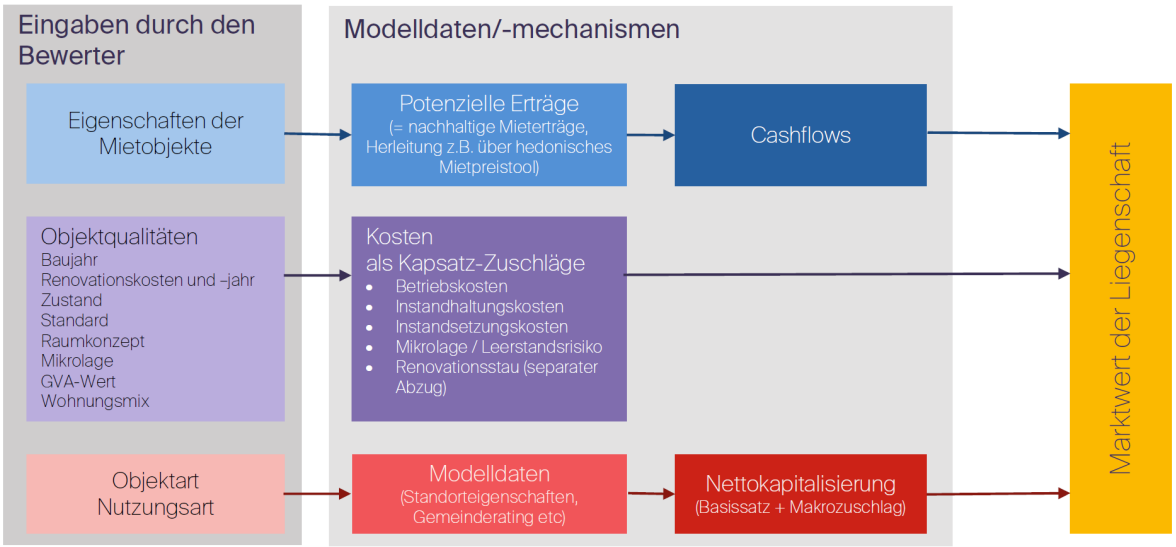


Abbildung 5: Wirkungsweise Diskontsatzmodell WP (Wüest Partner AG, 2018a, S. 57)

Der Aufbau des Brutto-Kapitalisierungssatzes setzt sich gemäss Abbildung 6 in vereinfachter Darstellung wie folgt zusammen, wobei der Beschrieb der einzelnen Komponenten im Anhang 1 ersichtlich ist:

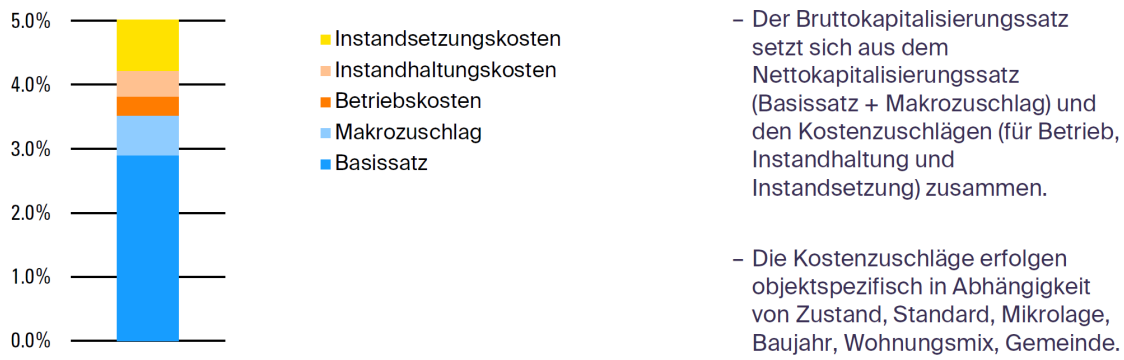


Abbildung 6: Aufbau Brutto-Kapitalisierungssatz WP (Wüest Partner AG, 2018a, S. 60)

Bei WD setzt sich die Bruttokapitalisierung aus der Nettokapitalisierung und Zuschlägen für Instandsetzung, Instandhaltung und Betriebskosten zusammen. Die Nettokapitalisierung besteht aus einem risikolosen Referenzzinssatz (Kapitalmarktzins) und systematischen Risikozuschlägen für die spezifischen Risiken einer Immobilieninvestition je nach Nutzungsart. Der Kapitalmarktzins, auch Basisniveau Risiko genannt, ist der Zins für langfristige Geldanlagen, typischerweise in zehnjährigen Schuldverschreibungen (Wüest Partner AG, 2024, S. 32). Nachfolgend ein Wohnbeispiel von WD (Anhang 2):

Nettokapital. 3.31% = Basisniveau Risiko 0.15%[5] + systematische Zuschläge 3.16%

Die systematischen Zuschläge setzen sich wie folgt zusammen:

- 2.35% immobilienspezifischer Zuschlag (Spannweite 0.00% bis 2.35%)
- 0.74% Makrolage (Spannweite 0.00% bis 1.10%)
- 0.03% Mikrolage (Spannweite 0.00% bis 0.20%)
- 0.04% Objektqualität (Spannweite 0.00% bis 0.10%)
- Alle weiteren Zuschläge 0.00% (Interkomunales Rating, Ertragsrisiko, Objektgrösse, Ausnutzungsreserve, Entwicklungsprojekt, Baurecht, Eigentumsbeschränkung, manueller Zuschlag)

Anmerkung: das in Anhang 2 gewählte Beispiel ist eine Liegenschaft in Huttwil. Daher der hohe Makrolagen-Zuschlag von 0.74%. Die Stadt Zürich gilt mitunter als beste Lage. WD schlägt für die Stadt Zürich einen Makrozuschlag von 0.00% vor (siehe Anhang 3).

[5] Basisniveau Risiko ist eine 10-jährige Bundesanleihe. Gem. Abklärungen mit WP wird das Basisniveau Risiko von 0.15% als Realzins ausgewiesen. Die Teuerung ist per 07.07.2024 im WD mit 1.25% hinterlegt. Der Nominalzins wäre somit 1.40%.

7.4 Einfluss des Diskontierungssatzes auf die Immobilienbewertung

Im Kapitel 6.1 wurde die Funktionsweise der Ertragswertmethode und in Kapitel 7.2 die verschiedenen Diskontsatzmodelle erläutert. Die Höhe des Immobilienschätzwertes ist abhängig von folgenden Werttreibern:

- den nachhaltigen Mieterträgen,
- den Kosten (Betriebs- und Unterhaltskosten),
- dem Diskontierungssatz,
- sowie Abzüge für den aufgestauten Renovationsbedarf
- und Sonderabzüge wie z.B. für Baurecht.

Schwartz (2006) hat in seiner Masterarbeit gezeigt, dass der grösste Einfluss auf das Bewertungsergebnis in einer DCF-Bewertung von den Mieterträgen ausgeht. Ein sprunghafter Anstieg der Mieterträge um 10% zu Beginn der ersten Periode erhöht den Liegenschaftswert um 11.56%, während eine Erhöhung am Ende der ersten Periode nur zu einer Steigerung um 6.63% führt. Eine lineare Erhöhung über die erste Periode erhöht den Wert um 8.99%. Der Diskontierungssatz hat den zweitgrössten Einfluss, wobei ein Anstieg von 10% zu einer Wertminderung von 10.21% führt. Andere Werttreiber wie Lebensdauer, Indexierung, Instandsetzung und Restlebensdauer hatten nur geringe Einflüsse von 0.19% bis 2.07% (Schwartz, 2006, S. 26-29).

Ein sprunghafter Mietanstieg ist selten, daher hat der Diskontierungssatz normalerweise den grössten Einfluss auf den Liegenschaftswert (Schwartz, 2006, S. 29). Laut Fahrländer & Kloess (2023b) ist der Einfluss des Diskontierungssatzes erheblich (S. 353).

8. Das Diskontsatzmodell für gemeinnützige Wohnbauträger

Nach der theoretischen Analyse in den Kapiteln 2 bis 7 kommt der Autor zum Schluss, dass die bisherige Bewertungspraxis mit der Ertragswertmethode gut funktioniert und anerkannt ist. Das Rad muss nicht neu erfunden werden. Die Ermittlung des Diskontierungssatzes mittels Zuschlagsmodell entspricht der gängigen Praxis und internationalen Standards. Da der gemeinnützige Wohnungsbau spezifische Eigenheiten aufweist, wird lediglich eine Anpassung des Diskontsatzmodells für diese Zielgruppe empfohlen. Das vorgeschlagene Modell bietet mehrere Vorteile:

- Es basiert auf den tatsächlich erzielten Kostenmieten, wodurch Annahmen zur Ermittlung der nachhaltigen Marktmieten entfallen.

- Es reduziert die Willkür bei der heutigen Praxis der Abschlagsbestimmung auf den Diskontsatz.
- Das Modell entspricht der Eigentümerstrategie der WBG und berücksichtigt gesetzliche Vorgaben, die bei der Inanspruchnahme von Fördergeldern die Anwendung des Kostenmietmodells und die Unverkäuflichkeit der Liegenschaften vorschreiben.

8.1 Modellaufbau

Das Diskontsatzmodell für gemeinnützige Wohnbauträger ist auf Basis eines synthetischen Zuschlagmodells (Kapitel 7.2.1) konzipiert. Das analytische Zinssatzmodell (Kapitel 7.2.2) stützt auf effektive Immobilienmarkttransaktionen ab und hierzu gibt es keine Daten, da Liegenschaften gemeinnütziger Wohnbauträger i.d.R. unverkäuflich sind.

Das Modell basiert auf der Bruttodiskontierung und zielt darauf ab, einen risiko- und ertragsorientierten Diskontierungssatz bzw. ein entsprechendes Modell herzuleiten. Das gleiche Ergebnis könnte auch über eine Nettodiskontierung erreicht werden. Allerdings würde dabei nicht ein Diskontsatzmodell, sondern nur die Basisverzinsung definiert werden. Alle anderen Komponenten müssten als Einflussgrössen auf den Cash Flow festgelegt werden.

Das Diskontsatzmodell für gemeinnützige Wohnbauträger nach Kostenmiete setzt sich aus den Komponenten gem. Abbildung 7 zusammen:

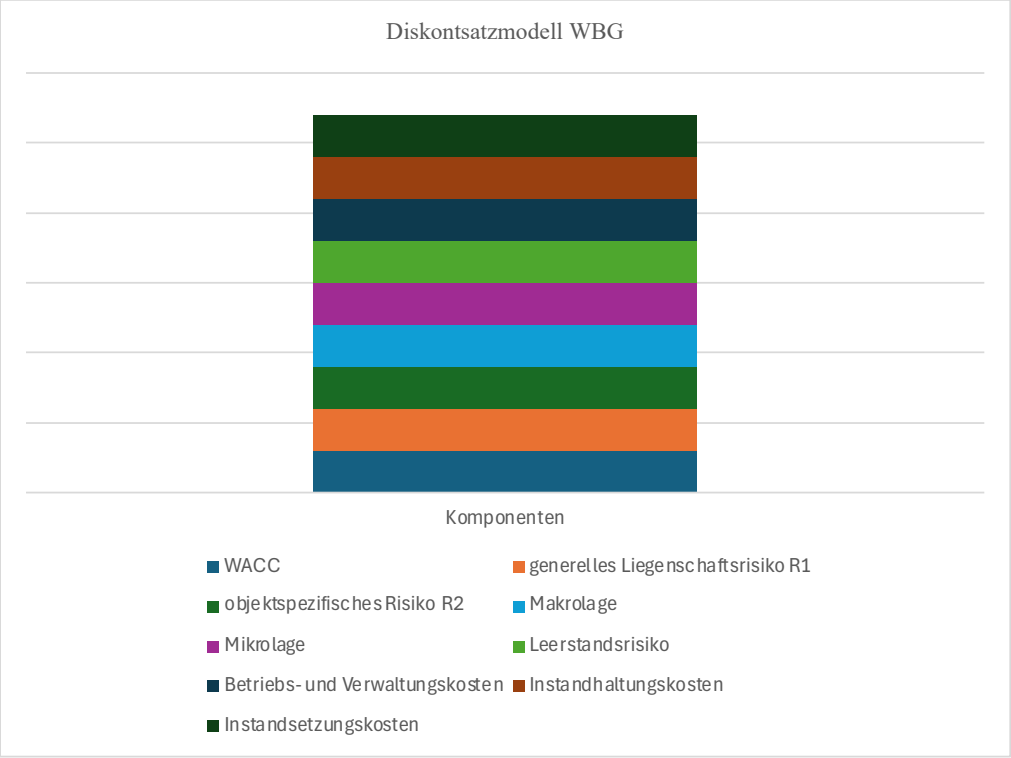


Abbildung 7: Diskontsatzmodell WBG

Der Modellaufbau lehnt sich an folgende Struktur des Diskontsatzmodells von WD an:

+ Nettodiskontsatz
+ Betriebs- und Verwaltungskosten
+ Instandhaltungskosten
+ Instandsetzungskosten
+ Leerstand
= Bruttodiskontsatz

Wobei sich der Nettodiskontsatz wie folgt zusammensetzt:

+ WACC
+ generelles Liegenschaftsrisiko (R1)
+ objektspezifisches Risiko (R2)
+ Makrolage
+ Mikrolage
= Nettodiskontierung

Nachfolgend werden die einzelnen Komponenten beschrieben, wobei zuerst die Theorie und anschliessend die konkrete Umsetzung im Modell erläutert wird.

8.1.1 Basiszinssatz (Modell: WACC)

Theorie

Die Ertragswertmethode nutzt aufgrund ihres mathematischen Modells einen konstanten statischen Basiszinssatz bzw. Diskontierungssatz. Dieser ist für die Immobilienbewertung entscheidend, da er die Kapitalverzinsung abdeckt. Der Zinssatz hat dabei zwei zentrale Aufgaben:

- Die Diskontierung der zukünftig erwarteten Erträge
- Die Berücksichtigung des Liegenschaftsrisikos (SVKG, 2019, S. 136-144)

Der SVKG unterscheidet drei verschiedene Konzepte zur Herleitung des Basiszinssatzes:

1. das Konzept der Hypothekarzinssätze
2. das Konzept der durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC)
3. das Konzept der Opportunitätskosten (SVKG, 2019, S. 136-144).

Gemäss IVS ist nebst dem WACC-Modell auch das CAPM (capital asset pricing model), im Markt beobachtete oder realisierte Vergleichszinsen sowie das Zuschlagsmodell möglich (International Valuation Standards Council, 2022, S. 46).

In der Praxis basiert der Basiszinssatz i.d.R. auf der Rendite auf Verfall einer zehnjährigen Schweizer Bundesobligation (1. Konzept), da die Schweizer Eidgenossenschaft eine sehr hohe und stabile Bonität sowie eine hohe Marktliquidität aufweist. Die Bundesob-

ligation bietet zudem eine gute Kalkulierbarkeit in die Zukunft (Fahrländer & Kloess, 2023a, S. 195). Fierz (2011) empfiehlt sogar die Verwendung einer Bundesobligation mit 20 bis 30 Jahren Laufzeit (S. 67).

Das WACC-Modell (2. Konzept) hat in der Praxis wenig Bedeutung. Hauptkritikpunkt ist die Bestimmung des Eigenkapitalzinssatzes, was schwierig bis unmöglich ist. Während der Fremdkapitalanteil und -zins empirisch hergeleitet werden können, bleibt die Ermittlung eines individuellen, risikogerechten Eigenkapitalzinssatzes problematisch (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 362).

Umsetzung im Modell

Die Analysen zeigen, dass gemeinnützige Wohnbauträger in der Stadt Zürich meist zu 90% bis 95% fremdfinanziert sind (ohne Einbezug von möglichen stillen Reserven auf den Immobilien), oft durch städtische, kantonale und bundesweite Förderprogramme vergünstigt. Dadurch liegen die Finanzierungskosten der WBG häufig unter dem üblich angewendeten Basiszinssatz. Aufgrund der politischen Diskussionen über Wohnungsmangel und die Förderung des gemeinnützigen Wohnungsbaus ist es wahrscheinlich, dass diese Förderprogramme langfristig bestehen bleiben oder sogar noch ausgebaut werden.

Die Praxis kritisiert das WACC-Modell wegen der Schwierigkeit, den Preis des Eigenkapitals zu bestimmen, was bei WBG jedoch nicht zutrifft. WBG sind ideologisch geprägt und Mitglieder investieren aus ideellen Gründen. Das Eigenkapital ist i.d.R. tief. Mitglieder zeichnen Genossenschaftsanteile nicht wegen einer Rendite, sondern in der Hoffnung, dass sie eine Wohnung erhalten oder weil sie dies als Wohnungsmieter müssen. Die Genossenschaftsanteile dienen nur zu einem kleinen Teil der Kapitalbeschaffung – sie haben eher einen ideologischen Charakter. Unter Kapitel 2.3.6 haben wir erfahren, dass in den Gesamtinvestitionskosten das Eigenkapital enthalten ist und dieses gemäss Kostenmietmodell zum Referenzzinssatz verzinst wird. Art. 8 Abs. 1 und 2 WFV regelt die Verzinsung des Eigenkapitals, die höchstens dem Zinssatz marktüblicher Hypotheken im ersten Range entsprechen darf. Das Genossenschaftskapital, welches einen Grossteil des Eigenkapitals ausmacht, wird je nach WBG verzinst oder nicht. Die Verzinsungsrichtlinien sind in den jeweiligen Statuten der WBG definiert und über die Höhe der Verzinsung bestimmt die Generalversammlung. Bei den untersuchten WBG darf gem. Statuten die nach dem Bundesgesetz über die Stempelabgaben festge-

legte Limite[6] nicht übersteigen. Das entspricht auch Art. 37 der Wohnraumförderungsverordnung. Somit steht der theoretische Preis des eingebrachten Eigenkapitals fest.

Wohnbaugenossenschaften Schweiz schlägt vor, dass das gesamte Eigenkapital, einschliesslich Genossenschaftskapital, Reserven und Gewinnvorträgen, mindestens zum Referenzzinssatz des BWO verzinst wird. Dies soll auch dann gelten, wenn in den Statuten festgelegt ist, dass das Anteilskapital nicht verzinst wird. Die Begründung lautet, dass diese Gelder der Genossenschaft und nicht den Mietern gehören. Die Verzinsung des Eigenkapitals und eine mögliche Dividende sollen jedoch auf maximal 1.5% über dem Referenzzinssatz des BWO begrenzt werden, sofern dies im Rahmen der gesetzlichen Stempelsteuerregelung liegt, die die Gewinnausschüttung der Wohnbaugenossenschaften begrenzt (Wohnbaugenossenschaften Schweiz, Verband der gemeinnützigen Wohnbauträger, 2022).

Aus diesem Grund empfiehlt der Autor beim gemeinnützigen Wohnungsbau nicht die Basisverzinsung einer Schweizer Bundesanleihe anzuwenden, sondern das Modell der gewichteten Eigen- und Fremdkapitalkosten (WACC) zu nutzen. Dieses Modell berücksichtigt die spezifischen Umstände dieser Zielgruppe besser. Alle Parameter des Fremd- und Eigenkapitals können empirisch hergeleitet werden, was dem Modell eine hohe Robustheit verleiht.

Da im WACC-Ansatz eine durchschnittliche Gewichtung verschiedener Zinssätze und Laufzeiten verwendet wird, entspricht dieser Ansatz den Vorgaben des SVKG. Dieser besagt, dass der Ertragswert nicht die Rendite einer Liegenschaft zu einem bestimmten Zeitpunkt abbilden soll, sondern den durchschnittlichen Ertrag einer ewigen Rente. Aus diesem Grund soll des Basiszinssatz gegenüber den Hypothekarzinssätzen eines bestimmten Stichtages geglättet werden, um starke Schwankungen teilweise zu eliminieren. Zudem sollte die Prognose des Zinssatzes mit nachvollziehbaren und plausiblen Mitteln erfolgen (SVKG, 2019, S. 138). Die IVS stützen gem. Kapitel 8.1.1 den Einsatz des WACC-Modells ebenfalls.

WBG sind nicht gewinnorientiert, sodass kaum Unternehmensgewinnsteuern anfallen. Allerdings führt ihr hoher Fremdkapitalanteil und die daraus resultierende Zinslast zu einer Reduzierung des Gewinns und somit der Steuern. Daher sollte das steueradjustierte WACC-Modell verwendet werden.

---

[6] Gem. Bundesgesetz über die Stempelabgabe, AS 1974 11, vom 27.06.1973, Stand 01.01.2024, Art. 6 Abs. 1 Lit. A sind u.a. die Beteiligungsrechte von Genossenschaften des gemeinnützigen Zwecks oder der Beschaffung von Wohnungen zu mässigen Mietzinsen, welche die Dividenden auf max. 6% des einbezahlten Genossenschaftskapitals beschränkt haben, von der Stempelabgabe ausgenommen.

Auf Grund des steuerreduzierenden Effekts des Fremdkapitaleinsatzes (tax shield) führt ein zunehmender Fremdkapitaleinsatz zu einem fallenden WACC (Volkart, 2011, S. 634-637).

Wie wir unter Kapitel 6.1 erfahren haben, weist WD den Basiszins real aus, also ohne Inflation. Im Diskontsatzmodell wird der WACC als Basiszins genommen. Gemäss Theorie beinhaltet der WACC die Inflationserwartung. Die Eigenkapitalkosten, die vielfach mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) berechnet werden, beinhalten eine Risikoprämie, die die Inflationserwartung der Investoren reflektiert. Die Fremdkapitalkosten basieren auf den Zinsen, die die WGB für ihre Schulden bezahlen muss. Diese Zinssätze widerspiegeln die Inflationserwartungen ebenfalls (chatgpt.com, 2024). Weil bei der Ertragswertmethode die Mieterträge real, also ohne Inflationsanpassung, genommen werden und im WACC die Inflation berücksichtigt ist, muss der WACC Real, also inflationsbereinigt, berechnet werden (Volkart, 2011, S. 241). Dies analog der Methode von WP. Der $WACC_s$ berechnet sich gem. Volkart (2011) wie folgt (S. 636):

Schritt 1: Berechnung $WACC_s$

$$WACC_s = k_{FK} * (1- s) * \frac{FK}{K} + k_{EK} * \frac{EK}{K}$$

k_{EK} = Eigenkapitalkostensatz

k_{FK} = Fremdkapitalkostensatz

EK/FK = Eigenkapital- und Fremdkapital

s = Steuersatz

K = Gesamtkapital

Schritt 2: Berechnung WACC real

$$\text{WACC real} = \frac{1 + \text{WACC nominal}}{1 + \text{Inflationsrate}} - 1$$

<u>Konkret werden im Modell folgende Parameter definiert:</u>

- k_{FK} = effektive Verzinsung des gesamten verzinslichen Fremdkapitals
  - die Bankkredite, Darlehen Dritte, FdR, WEG-Darlehen usw. zu den effektiv abgeschlossenen Zinsen. Zinslose Darlehen werden mit 0% Zins berücksichtigt.

- die Darlehenskasse zu der heutigen (durchschnittlichen) Verzinsung.
- sofern eine WBG die Finanzierungsdetails nicht offenlegen wollte, wurde die seitens WBG kommunizierte Durchschnittsverzinsung eingesetzt.

- k_{EK} wird wie folgt hergeleitet:
  - einbezahltes Genossenschaftskapital wird zu der aktuell beschlossenen Verzinsung berechnet.
  - Gewinnreserven und übriges Eigenkapital wird zum aktuellen Referenzzinssatz des BWO verzinst (1.75%).
  - Stille Reserven auf den Immobilien werden nicht berücksichtigt.
- Inflationsrate π wird analog WD mit 1.25% erfasst, um die Daten-Vergleichbarkeit zu Gewährleisten.
- Steuersatz s wurde seitens WBG mitgeteilt oder via kantonalem Internet-Steuerrechner ermittelt.
- Bei gewissen untersuchten WBG resultiert auf Grund der Inflationsbereinigung ein negativer WACC real. Diese werden im Modell mit Floor 0.00% erfasst.

Nachstehend die WACC-Berechnung auf Basis Branchenstatistik der Zürcher Wohnbaugenossenschaften 2021 (Tabelle 3):

1) WACC								
Komponenten E	**Betrag**	**Zins EK**	**Gewichteter Zins**		**Komponenten verz. FI**	**Betrag**	**Zins FK**	**Gewichteter Zins**
Pflichtanteile	432’231’040	1.000%	0.715%		Hypotheken+Anleihen	8’393’001’749	0.990%	0.871%
Gesetzl. Reserve	135’527’036	1.750%	0.392%		langfr. FK mit kurzer Re	114’782’683	0.990%	0.012%
Vortrag Vorjahr	20’423’985	1.750%	0.059%		Depositenkasse	1’032’553’504	0.990%	0.107%
Jahresgewinn	16’531’080	1.750%	0.048%					
total EK	604’713’141		1.214%		total verzinsl. FK	9’540’337’936		0.990%
					total FK	11’378’303’289		
					total GK	11’983’016’430		
Steuersatz	0.159							
Steuerrechner Kanton Zürich					WACC		0.852%	
einfacher Steuersatz		100%	7%					
total Steuerfuss		227.01%	15.891%		Inflationsrate	1.25%	(analog Wüest Dimensions)	
					WACC Real		-0.393%	
					WACC Floor für Modell		0.000%	

Tabelle 3: WACC-Berechnung, Branchenstatistik WBG Zürich 2021 (Durchschnitt Zürcher WBG)

8.1.2 Generelles Liegenschaftsrisiko (R1)

Theorie

Der Basiszinssatz allein ist aus empirischer Sicht deutlich zu gering (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 358). Immobilien haben ein höheres Risiko wie eine Bundesobligation. Zudem sind sie nicht liquide. Aus diesem Grund sind Risikozuschläge angebracht. Über die Höhe dieser Zuschläge gibt die Literatur keine explizite Auskunft resp. über die Empirie können diese nur beschränkt ermittelt werden (Fahrländer & Kloess, 2023a, S. 199-200; Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 357).

Die Risikozuschläge (R) können unterteilt werden in einen Zuschlag für generelles Liegenschaftsrisiko (R1) in Folge Illiquidität sowie ein objektspezifisches Risiko (R2), basierend auf der Nutzungsart der Liegenschaft oder dem Objektzustand (z.B. Wohnen, Büro, Gewerbe, Ökologie, Baustandard etc.). Daraus ergibt sich folgendes:

Risikozuschlag (R) = generelles Liegenschaftsrisiko (R1) + objektspezif. Risiko (R2) (Fries, 2016, S. 29-30).

In der Theorie wird dieser Zuschlag hergeleitet auf Basis einer unproblematischen Neubau-Immobilie an bester Lage in der Schweiz. Eine solche Immobilie erhält keine weiteren Zuschläge mehr. Daraus ergibt sich, dass der Liegenschaftszuschlag die Differenz zwischen den empirisch ermittelten Diskontierungssätzen der besten Liegenschaften und dem Basissatz, also dem langfristigen Potenzialwachstum, ist (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 358-359).

Umsetzung im Modell

Das Thema des generellen Liegenschaftsrisiko, speziell für WBG, hat den Autor lange beschäftigt. Es stellt sich die Frage, ob dieses Risiko im Diskontsatzmodell berücksichtigt werden soll? In der Theorie ist klar, dass Immobilien ein grösseres Risiko als Bundesobligationen aufweisen. Der Zweck einer WBG ist es, Mietwohnflächen bereitzustellen, und sie können weder Bundesobligationen kaufen noch andere Geschäfte tätigen. Ihre Vermögensallokation ist auf 100% Immobilien ausgerichtet, wie es ihr Gesellschaftszweck vorschreibt. Zudem sind ihre Liegenschaften gemäss Statuten i.d.R. unverkäuflich. Das Immobilienmarktrisiko im eigentlichen Sinne ist für WBG daher irrelevant.

Ein weiterer Punkt ist die Verwendung des WACC als Basiszins. Der WACC umfasst das unternehmensspezifische Risiko, einschliesslich des markt- und betriebswirtschaftlichen Risikos. Eigen- sowie Fremdkapitalgeber haben das Immobilienmarktrisiko in

ihre Risiko- bzw. Finanzierungskosten eingerechnet, welche einen Bestandteil des WACC darstellen.

Aus vorstehenden Gründen könnte das generelle Liegenschaftsrisiko im Diskontsatzmodell für WBG weggelassen werden. Der Autor entschied sich gemäss Tabelle 4 jedoch, dieses Risiko im Diskontsatzmodell zu berücksichtigen, tätigt aber einen Abschlag von -0.20% auf dem im Anhang 4 berechneten generellen Liegenschaftsrisiko (R1; 0.858% für Zürich und Luzern). Einerseits wird dieses Modell für die Bewertung von Liegenschaften für die LUKB entwickelt und Banken agieren eher vorsichtig, andererseits werden die Eigenkapitalkosten nicht mit dem CAPM hergeleitet, sondern über die effektive Eigenkapitalverzinsung. Und diese ist bei WBG politisch und ideologisch geprägt und berücksichtigt das Immobilienmarktrisiko tendenziell nicht vollumfänglich.

2) Generelles Liegenschaftsrisiko (R1)		
Berechnetes R1 für Zürich und Luzern		0.858%
Modellabschlag, da gewisse Berücksichtigung im WACC		-0.200%
Modellwert für Zürich und Luzern		0.658%

Tabelle 4: Generelles Liegenschaftsrisiko (R1)

8.1.3 Objektspezifisches Risiko (R2)

Theorie

Das objektspezifische Risiko (R2) umfasst Risiken, die nicht durch Instandhaltung und Instandsetzung abgedeckt sind, wie lage-, objekt- und nutzungsspezifische Eigenschaften (z.B. Wohnen, Büro, Gewerbe, Ökologie, Baustandard). Büroliegenschaften haben beispielsweise einen höheren Zuschlag als Wohnimmobilien an derselben Makrolage. Diese Nutzungszuschläge werden vierteljährlich überprüft und marktgerecht angepasst (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 359).

Gemäss der Masterarbeit von Wich-Glasen (2014) kann das objektspezifische Risiko bis zu 80 Basispunkte ausmachen, wobei bei ihr die Makro- und Mikrolage, Objektqualität sowie das Ertrags- und Mietrisiko hierbei inkludiert sind (S. 39). Im WD gibt WP die Zuschlagsspannweite von 0.00 bis 0.10 an (siehe Anhang Nr. 3).

Nachhaltigkeit spielt ebenfalls eine Rolle im objektspezifischen Risiko (R2). Mit der Agenda 2030 sind Nachhaltigkeitsziele verpflichtend geworden, darunter 17 globale Ziele und 169 Unterziele (Sustainable Development Goals SDG) für nachhaltige Entwicklung (Bundesamt für Raumentwicklung ARE, kein Datum). Im Kanton Zürich müssen seit September 2022 fossile Heizungen durch nachhaltige Alternativen ersetzt werden. Aspekte wie Lebensqualität, Sicherheit, Lärmbelastung und Barrierefreiheit

beeinflussen die Immobilienbewertung und Mieten. Künftige Regulierungen sind jedoch schwer vorhersehbar. Immer mehr Immobilieneigentümer setzen Nachhaltigkeitsziele, wodurch nicht-ökologische Immobilien zukünftig abgestraft werden könnten, was sich auf den Diskontsatz auswirken wird (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 398).

Umsetzung im Modell

Im Modell wird die Lage separat unter Makro- und Mikrolage erfasst, nicht unter objektspezifischem Risiko. Das Diskontsatzmodell für gemeinnützige Wohnbauträger ist auf Wohnliegenschaften beschränkt, wodurch nutzungsspezifische Zuschläge für andere Immobilienkategorien wegfallen.

Für das Modell werden gem. Tabelle 5 vereinfachte objektspezifische Zuschläge angenommen, die jedoch nicht empirisch belegt sind. Die Spannweite der Zuschläge von 0.00% bis 0.20% geht jedoch etwas weiter als diejenige von WD mit 0.00% bis 0.10%.

3) Objektspezifisches Risiko (R2)	Annahme (Details in Branchenstatistik nicht ausgewiesen)	
Liegenschaft-/Portfolioeinstufung	**Anteil Portfolio in %**	**Zuschlag Diskontsatz**
Moderne neuwertige Immobilien, ökologische Bauweise	30%	0.00%
eingeschränkte Objektqualitäten, teilweiswe ökologische Bauweise	40%	0.10%
schlechte Objektqualitäten, nicht/wenig ökologische Bauweise	30%	0.20%
Objektspezifisches Risiko	0.10%	

Tabelle 5: Bestimmung objektspezifisches Risiko (R2), Branchenstatistik WBG Zürich 2021

8.1.4 Makrolage

Theorie

In der Wahrnehmung des Marktes steigen die Risiken und damit der Diskontierungssatz, wenn eine Top-Immobilie nicht an einer Top-Makrolage liegt. Das Makrolagenrating wird mittels empirischer Überprüfung hergeleitet, wobei für unterschiedliche Eckpunkte in der Makrolagen-Landschaft pro Nutzung Werte gemessen und festgelegt werden. Diese Daten werden dann über alle Standorte der Schweiz mittels Makro-Lagerating generalisiert (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 359).

Umsetzung im Modell

Siehe nachfolgend unter Kapitel 8.1.5.

8.1.5 Mikrolage

Theorie

Die Mikrolage beschreibt die Lagequalität einer Immobilie innerhalb einer Gemeinde, Ortschaft oder Quartier. WP erhebt diese Daten z.B. auf Basis eines GIS-Lagesystems

für die gesamte Siedlungsfläche in einem Raster von 25m x 25m (Wüest Partner, kein Datum).

Umsetzung im Modell

Die externen Immobilienbewertungsfirmen wie WP, IAZI, Fahrländer etc. verfügen über umfangreiches Datenmaterial und Expertise in diesem Bereich. Sowohl die Makro- als auch die Mikrolage werden periodisch aktualisiert. Bezüglich Zuschläge für Makro- und Mikrolage stützt sich das hier entwickelte Diskontsatzmodell auf die Parameter von WD ab. Demnach ergeben sich für die zwei Musterimmobilien in der Stadt Zürich und Kriens LU folgende Zuschläge (Tabelle 6; Details siehe Anhang Nr. 3 und 6):

	Liegenschaft Zürich	Liegenschaft Kriens
4) Makrolage		
Herleitung über Lageklasse Wüest Dimension	0.00%	0.19%
5) Mikrolage		
Herleitung über Lageklasse Wüest Dimension	0.10%	0.05%

Tabelle 6: Einstufung Makro- und Mikrolage

8.1.6 Bewirtschaftungskosten

Theorie

Das sind Kosten, die durch ordnungsgemässe Bewirtschaftung einer Immobilie entstehen und die nicht direkt auf den Mieter umgelegt werden können. Diese werden unterschieden in:

- Betriebskosten
- Instandhaltungskosten
- Verwaltungskosten
- Risiko für Mietzinsausfälle

Diese periodisch entstehenden Kosten mindern den Bruttoertrag und sind in der Verwaltungsabrechnung ersichtlich. Die gesamten Bewirtschaftungskosten betragen etwa 15% bis 25% des Bruttoertrags. Da sie vom Landwert unabhängig sind, sinkt ihr Anteil am Diskontierungssatz, je höher der Landwertanteil am Gesamtwert des Grundstücks ist (SVKG, 2019, S. 134-135).

Betriebskosten

Nebenkosten sind zu unterscheiden in solche, die auf den Mieter umgelegt werden können (ein grosser Teil davon) und andere, die für den restlichen Betrieb der Immobilie

anfallen und nicht überwälzt werden können. Letztere werden als Betriebskosten zusammengefasst (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 343-344). Betriebskosten umfassen u.a.

- Wiederkehrende öffentliche Abgaben wie Grundstücksteuern, Perimetergebühren, nicht jedoch ordentliche Steuern
- Sach- und Haftpflichtversicherungen
- Nicht überwälzbare Nebenkosten (SVKG, 2019, S. 134)

Als Richtwert für Betriebskosten können 5% bis 6% des Bruttoertrages (= Nettomiete) oder 0.5% des Gebäudeversicherungswertes angenommen werden. Zu beachte ist, dass Steuern (Einkommens- und Vermögenssteuern bzw. Gewinn- und Kapitalsteuern) nicht Teil der Immobilienbewertung sind und somit nicht in das Diskontsatzmodell einfliessen. Eine Ausnahme bildet die Liegenschaftssteuer, die in einigen Kantonen anfällt (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 343-344). Zürich und Luzern kennen diese jedoch nicht.

Instandhaltungskosten

Instandhaltungskosten sind Aufwendungen für Reparaturen und Ersatz von defekten Geräten und Einrichtungen (SVKG, 2019, S. 134). Sie sind durch den Eigentümer zu tragen, um den Sollzustand der Liegenschaft zu wahren (Wüest Partner AG, 2024, S. 33). In der Praxis werden die Begriffe Unterhalt und Reparatur (URE) und Instandhaltung (IH) synonym verwendet (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 346). Die Höhe der Instandhaltungskosten hängt von Bauart, Nutzung, Alter und Zustand der Liegenschaft ab und umfasst u.a. Reparaturen, den Ersatz defekter Einrichtungen oder die Erneuerung abgenutzter Bauteile wie Anstrich oder Bodenbeläge (SVKG, 2019, S. 134).

Betriebskosten und Instandhaltung sind schwer voneinander abzugrenzen. Das gleiche gilt für Instandhaltung und -setzung. Unter Instandhaltung fallen alle Arbeiten, die mit Kontrolle und Wartung zu tun haben. Eine Reparatur kann je nach Fall Instandhaltung oder -setzung sein (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 351). Wichtig ist, dass Instandhaltungskosten keine Renovationen (Instandsetzung) enthalten (SVKG, 2019, S. 134).

Durch die Altersentwertung nimmt der Wert der Bauteile sukzessive ab. Gem. Praxis kann mit folgenden Kennwerten gerechnet werden:

- Gute Objekte: gem. SIREA ca. 0.6% bis 1.0% der Reproduktionskosten (BKP 2-5)
- Unterhaltsbedürftige Objekte: ca. 1.0% bis 1.5%

- Oder rund 0.35% der Gesamtkosten bei einem Neubau/sanierten Objekt resp. ca. 5% der Soll-Mieterträge (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 346).

Verwaltungskosten

Darunter fallen die Honorare für die Immobilienbewirtschaftung wie Vermietung, Inkasso, Abrechnungen, Buchhaltung, Organisation, Gebäudeunterhalt, Betreuung der Mieter und des Hauswarts (SVKG, 2019, S. 135).

Risiko für Mietzinsausfälle

Bei einem Mieterwechsel können Mietzinsausfälle entstehen, wenn eine nahtlose Weitervermietung nicht möglich ist. Oder ein Mieter wird insolvent oder muss ausgewiesen werden. Risiko für Mietzinsausfälle meint nicht das Liegenschaftsrisiko, welches im Basiszinssatz zu berücksichtigen ist, oder langfristige Leerstände, welche als temporärer Mindernutzen separat auszuweisen werden (SVKG, 2019, S. 135).

Kostenzuschläge im Wüest Dimensions

Die Kostenzuschläge werden pro Nutzungsart (Wohnen, Büro, Parken etc.) ermittelt. Sie umfassen Betriebs-, Instandhaltungs- und Instandsetzungskosten sowie einen Risikozuschlag für Mikrolage und Leerstandpotenzial. Es werden nur die vom Eigentümer getragenen Kosten erfasst. Sämtliche Kosten werden vom Soll-Ertrag (Brutto-Marktmiete) sowie als Kapitalisierungssatz-Zuschlag in Prozentpunkten abgebildet (Wüest Partner AG, 2024, S. 33).

<u>Umsetzung im Modell</u>

Die detaillierten Bewirtschaftungskosten sind in der Verwaltungs- oder Nebenkostenabrechnung ersichtlich. Da die untersuchten Genossenschaften diese Daten nicht zur Verfügung stellten, wurden die Kosten aus den Jahresabschlüssen abgeleitet und bei Unklarheiten nachgefragt. Im Modell werden Betriebs-, Verwaltungs- und Instandhaltungskosten separat erfasst. Mietzinsverluste wurden aufgrund ihrer geringen Relevanz weggelassen. Da die meisten Genossenschaften den Nebenkostenanteil an den Betriebskosten nicht beziffern konnten, wurde eine Pauschale von 25% der Betriebskosten angenommen, wie in Tabelle 7 ersichtlich.

6) Bewirtschaftungskosten			
Betriebskosten	26’803’469		
./. Nebenkostenanteil Annahme pauschal 25%	-6’700’867		Anteil Mietertrag
= korrigierte Betriebskosten		20’102’602	2.9%
Instandhaltungskosten		146’600’474	21.2%
Verwaltungskosten		98’993’013	14.3%
Mietzinsausfälle		-	
total		265’696’089	38.3%

Tabelle 7: Herleitung Parameter der Bewirtschaftungskosten, Branchenstatistik WBG Zürich 2021

Diese Kosten wurden ins Verhältnis zum Bruttomietertrag Soll gesetzt und dadurch die einzelnen Zuschlagskomponenten zum Nettodiskontierungssatz berechnet (Tabelle 8).

Berechnungen Zuschlagskomponenten auf der Nettodiskontierung			
	Zuschlag Diskontsatz	Anteil	Betrag
Nettodiskontierung	0.8580%	40.53%	280’829’067
Betriebs- und Verwaltungskosten	0.3639%	17.19%	119’095’615
Instandhaltungskosten	0.4479%	21.16%	146’600’474
Instandsetzungskosten	0.4473%	21.13%	146’394’405
total Bruttomietertrag Soll		100.00%	692’919’561

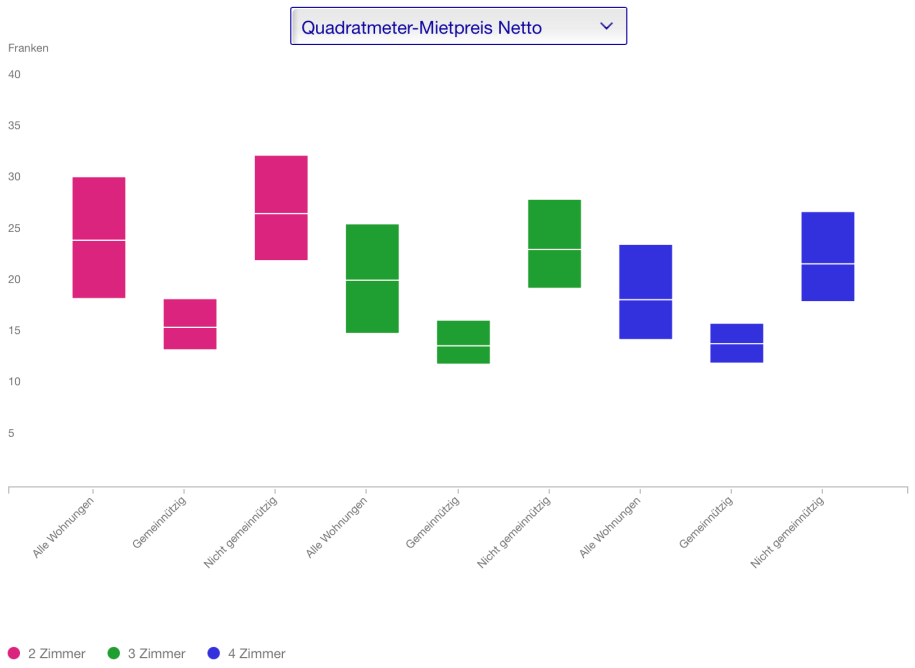
Tabelle 8: Berechnung Zuschlagskomponenten Nettodiskontierung, Branchenstatistik WBG Zürich 2021

8.1.7 Leerstandrisiko

Theorie

Wenn ein Gebäude oder eine Wohnung ungenutzt und unbewohnt ist, spricht man von Leerstand, der temporär oder dauerhaft sein kann und in vier Arten unterteilt wird: strukturell, spekulativ, gebäudespezifisch sowie Leerstand durch Fluktuation (Heid Immobilien GmbH, kein Datum). In dieser Arbeit wird nicht weiter auf die Theorie des Leerstandes eingegangen.

In der Schweiz herrscht derzeit Wohnungsknappheit, besonders in Städten wie Zürich, Genf und Luzern, die sehr niedrige Leerstandsquoten aufweisen. Günstige Wohnungen sind Mangelware. WBG, welche die Kostenmiete anwenden, führen ihre Liegenschaften zum historischen Anlagewert in den Büchern ohne Anpassung an die Teuerung. Ältere Liegenschaften haben somit tiefere Anlagekosten und einen niedrigeren Landwert. Laut Züger (2020) ist ein tiefer Landwert der grösste, wenn nicht sogar der einzige Hebel für preiswerte Mietzinsen (S. 16). Züger fand in ihrer Arbeit heraus, dass Liegenschaften mit Zustandswert nach Stratus von 0.45 bis 0.75, also ältere Liegenschaften, tendenziell die tieferen Mieten und solche mit Zustandswert von 0.75 bis 1.0 die höheren erzielen. Zurbuchen (2014) kam in seiner Masterarbeit zu ähnlichen Ergebnissen. WBG mit älterem Immobilienbestand haben niedrigere Kosten und Mieten als solche mit jüngeren Beständen. Die Anschaffungskosten sind der entscheidende Einflussfaktor für die Gesamtkosten und die Altersstruktur einer Liegenschaft ist kostenrelevant (S. 42).



Grafik 1: Mietpreise 2022 nach Zimmerzahl; erstes Quartil (25 %), Median (50 %), zweites Quartil (75 %). Die Klammerangaben in den Tooltipps geben den Unsicherheitsbereich an (95-%-Konfidenzintervall).

Abbildung 8: Vergleich Kosten- vs. Marktmiete Stadt Zürich 2022 (Stadt Zürich, kein Datum)

In Abbildung 8 ist ersichtlich, dass Wohnungen nach Kostenmietmodell günstiger sind als Wohnungen zur Marktmiete. Bei einer 4 Zimmerwohnung beträgt der Medianpreis gemeinnützig CHF 13.7/m2 und nicht gemeinnützig CHF 21.5/m2, was rund 36% Preisdifferenz beträgt (Stadt Zürich, kein Datum). 2022 kostete eine durchschnittliche 3 Zimmerwohnung in der Stadt Zürich CHF 1'856.- Marktmiete pro Monat und somit 62% mehr als eine vergleichbare Wohnung nach Kostenmiete (CHF 1'145.-) (Wohnbaugenossenschaften Schweiz, 2021, S. 15). Die marktüblichen Referenzwerte beim ABZ-Immobilienportfolio liegen sogar 71% über deren Kostenmieten (IAZI, 2023, S. 14).

Gemäss Capeder (2017) ist die Mieterfluktuation bei WBG im Vergleich zum Schweizer Schnitt 2011 2.58% und 2014 1.63% tiefer (S. 38). Dies zeigt das leicht tiefere Mieterfluktuationsrisiko der WBG auf.

<u>Umsetzung im Modell</u>

Für das Diskontsatzmodell wird das Leerstandsrisiko wie folgt berechnet:

Total Bruttoertrag Soll[7]
---------- = Leerstandsrisiko
total marktüblicher Bruttoertrag Soll

Anstatt den Bruttoerträgen können auch die durchschnittlichen Mietpreise pro m2 genommen werden. Voraussetzung für die Berechnung des Leerstandrisikos ist jedoch, dass die älteren und somit günstigen Liegenschaften entsprechend unterhalten worden sind, damit die Vermietbarkeit gewährleistet bleibt. Sollte das nicht gegeben sein, ist mit einem Risikozuschlag zu rechnen.

Für das Modell (Tabelle 9) werden vereinfacht folgende Parameter bezüglich Leerstandsrisiko festgelegt (Abschlag oder Zuschlag auf dem Diskontsatz):

Leerstandsrisiko ≤ 0.769 (30% oder mehr Mietabschlag) → -0.20%

Leerstandsrisiko > 0.769 ≤ 0.833 (20% - 29% Mietabschlag) → -0.10%

Leerstandsrisiko > 0.833 ≤ 0.909 (10% - 19% Mietabschlag) → -0.05%

Leerstandsrisiko > 0.909 ≤ 1.000 (0% - 9% Mietabschlag) → 0.00%

Leerstandsrisiko > 1.000 → +0.10%

7) Leerstandsrisiko		
durchschnittliche Wohnungsmiete Genossenschaften pro Monat		1’145
Nettomietpreis gem. Statistik Zürich 2022 nicht gemeinnützig:		
2 Zi CHF 1'466, 3 Zi CHF 1'713, 4 Zi CHF 2'171	Durchschnitt	1’783
Leerstandsrisiko		0.642
Wert für Diskontsatzmodell		-0.20%
Definition	**Zu-/Abschlag Diskontsatz**	
Leerstandsrisiko £ 0.769	-0.20%	
Leerstandsrisiko > 0.769 £ 0.833	-0.10%	
Leerstandsrisiko > 0.833 £ 0.909	-0.05%	
Leerstandsrisiko > 0.909 £ 1.000	0.00%	
Leerstandsrisiko > 1.000	0.10%	

Tabelle 9: Berechnung Leerstandsrisiko, Branchenstatistik WBG Zürich 2021

Bei den untersuchten WBG war lediglich bei einer bekannt, wie viel ihre Kostenmiete unter der Marktmiete liegt. Bei allen anderen WBG waren diesbezüglich keine Informationen zu finden oder wurden nicht mitgeteilt. Im Modell wurde mit der Annahme gearbeitet, dass die Mieten in Zürich und Luzern über 30% unter Marktniveau liegen (Leerstandsrisiko ≤ 0.769 resp. Abschlag von -0.200% auf Diskontsatz). Dies auf Grund der Erkenntnisse diverser Studien und Untersuchungen der Mietvorteile bei WBG.

[7] Bruttoertrag Soll = Nettoertrag Soll, d.h. vor allfälligen Leerständen. Anstelle der Totalmiete kann auch der Preis pro m2 genommen werden

8.1.8 Instandsetzung

Theorie

Die grossen Renovationen der Zukunft können meist nicht aus den laufenden Erträgen bezahlt werden (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 361).

«Immobilien werden jedes Jahr instand gehalten, aber nur zyklisch erneuert. Das bedeutet, dass je nach Bauteil eine Erneuerung alle 15 bis 45 Jahre geplant wird» (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 346). Die Instandsetzung wird auch als Rückstellung bezeichnet. Durch die Tätigung regelmässiger Rückstellungen wird ein Fonds gebildet, aus welchem diese Kosten, die in der Regel alle 20 bis 40 Jahre anfallen, gedeckt werden können (SVKG, 2019, S. 135).

Instandsetzungsbedarf erfordert Rückstellungen, die in Abhängigkeit des Gebäudezustandes oft 0.70% bis 1.20% des Gebäudezeitwerts betragen. In Bezug auf die Reproduktionskosten beträgt der Ansatz bei Neubauten oder sanierten Altbauten rund 0.4% bis 0.5%. Hierbei orientiert man sich an den Angaben über die Lebensdauer von Bauteilen (Fahrländer & Kloess, 2023b, S. 346-347).

Bei den WBG nach Zürcher Kostenmietmodell ist die Rückstellung klar geregelt. Art. 23 Abs. 2 WBFV schreibt vor, dass mindestens 1% des Gebäudeversicherungswertes jährlich in den Erneuerungsfonds einzulegen sind. Gemäss Weisung des kantonalen Steueramtes zur steuerlichen Behandlung von Rückstellungen für Grossreparaturen (Erneuerungsfonds) und Abschreibungen bei Liegenschaften des Geschäftsvermögens darf diese jährliche Rückstellung ohne besonderen Nachweis 1% nicht übersteigen. Zudem sind im Kanton Zürich Einlagen in den Erneuerungsfonds bis maximal 15% des Gebäudeversicherungswertes steuerbefreit. Beträge darüber müssen als Gewinn und Kapital versteuert werden (Kanton Zürich).

Diese Rücklagen sind für werterhaltende Massnahmen gedacht und sind liegenschaftsgebunden (Venturini, 2021, S. 8).

Diese Rückstellungen helfen, Mietzinsaufschläge bei Renovierungen zu begrenzen, indem bei einer grosszyklischen Erneuerung eine Auflösung dieser Rückstellungen erfolgt, was die Betriebsrechnung nicht belastet. Zudem vermeiden Rückstellungen zu tiefe Mieten, die zukünftige Generationen belasten könnten (Wohnbaugenossenschaften Schweiz, Verband der gemeinnützigen Wohnbauträger, 2022).

Bei WD wird der Gebäudeneuwert über das erfasste Flächengerüst hergeleitet. Die Instandsetzungskosten werden dann über den Gebäudeneuwert abhängig vom gewählten

Standard automatisch berechnet. Der Gebäudeneuwert wird nach Bauteilen, Baugruppen oder Gebäuden aufgeteilt. Für jedes Bauteil ist eine theoretische Lebensdauer (Renovationszyklus) hinterlegt. Neben der Lebensdauer ist auch die Eingriffstiefe relevant. Der Gebäudeneuwert des Bauteils multipliziert mit der Eingriffstiefe ergibt die Kostenbasis für die Berechnung der Instandsetzungskosten, ausgedrückt als Annuität. Es ist entscheidend, ob werterhaltende oder wertvermehrende Instandsetzungen vorgenommen wurden, wobei letztere im freien Markt Mietzinserhöhungen rechtfertigen (Wüest Partner AG, 2017, S. 58-60; Wüest Partner AG, 2024, S. 34).

Umsetzung im Modell

Gem. Steuerpraxis darf nicht mehr wie 1% und gem. WBFV nicht weniger wie 1% als Rückstellung gebildet werden. Daraus leitet sich ab, dass es genau 1% sein muss. Im Diskontsatzmodell wird die Instandsetzung mit 1% der Gebäudeversicherungssumme (Tabelle 10) hinterlegt:

8) Instandsetzung		
Ist: effektiv getätigt	135’662’280	
in % Gebäudeversicherung	0.927%	
Soll maximal	1.000%	des Gebäudeversicherungswertes
	146’394’405	
Effektiver Wert liegt mit 0.927% unter Zielwert 1%. Im Modell wird der Zielwert von 1% eingesetzt		

Tabelle 10: Berechnung Instandsetzung, Branchenstatistik WBG Zürich 2021

Gem. Branchenstatistik tätigten die Zürcher WBG Rückstellungen von 0.927%. Dieser Wert liegt unter dem Modellzielwert von 1% und wurde in der Diskontsatzberechnung entsprechend korrigiert. Bei der WBG4 und WBG6 wurden entsprechende Korrekturen vorgenommen. WBG2 tätigte mit 1.079% sogar leicht erhöhte Rückstellungen. Dieser Wert wurde im Modell so belassen.

Die Instandsetzungskosten werden gem. Tabelle 8 ins Verhältnis zur totalen Bruttomiete Soll gesetzt und in einen Zuschlag auf den Nettodiskontsatz umgerechnet.

Alle Teilnehmer der Befragung finden die 1% Rückstellung auf Basis Gebäudeversicherungswert als ausreichend deklariert, sowohl bei alten wie auch neuen Liegenschaften. Was jedoch nicht ausreicht, ist der Plafonds von lediglich 15% im Verhältnis zum Gebäudeversicherungswert gem. Vorschrift Steueramt Kanton Zürich. Dieser Wert wird als viel zu tief beurteilt.

8.1.9 Nicht berücksichtigte Komponenten im Diskontsatzmodell

Nachstehende Komponenten sind zwar in der Erfolgsrechnung der WBG als Aufwandposten aufgeführt, werden aber im Diskontsatzmodell nicht berücksichtigt:

- Abschreibungen: diese müssen nach OR Art. 960a resp. WBFV Art. 23 Abs. 3 getätigt werden (mind. 0.5% der Erstellungskosten spätestens ab dem 11. Jahr). Sie stellen jedoch nur eine buchhalterische Grösse dar und haben keine Wertrelevanz.
- Einlagen in den Heimfallfonds betreffen Liegenschaften im Baurecht. Im Diskontsatzmodell wird der Heimfallfonds jedoch nicht als Zuschlagskomponente definiert, da eine pauschale Berechnung schwierig ist. In der Bewertungspraxis, wie von der LUKB angewendet, wird der jährlich zu zahlende Baurechtszins während der Baurechtsdauer abdiskontiert und als Gesamtposition vom Ertragswert subtrahiert.
- Andere Fonds, wie z.B. für Jubiläum, Solidaritätsfonds etc. werden nicht in das Diskontsatzmodell eingebaut. Diese werden über die Mieteinnahmen gespeisst und haben keinen direkten Zusammenhang mit dem Liegenschaftswert.

8.1.10 Entwertung

Die Entwertung, auch aufgestauter Renovationsbedarf genannt, ist die wertmässige Einbusse von baulichen Anlagen, welche beim Neuwert seit der Erstellung zufolge technischer Entwertung eingetreten ist. Die Entwertung hat unterschiedliche Ursachen. Sie kann sich infolge verminderter Wirtschaftlichkeit einstellen, entsteht aber auch immer auf Grund der natürlichen Alterung und Abnutzung der Gebäude (SVKG, 2019, S. 124). Beim einfachen Ertragswertverfahren wird die Entwertung im Kapitalisierungssatz berücksichtigt. Andererseits ist sie auch im Mietwert berücksichtigt, denn ein Objekt mit nicht mehr zeitgemässem Grundriss oder demodiertem Ausbau erzielt tiefere Mieterträge. Die aufgestauten Instandhaltungskosten werden jedoch bei diesem Verfahren ungenügend berücksichtigt (SVKG, 2019, S. 144, 208). Aus diesem Grund wird im WD gemäss Abbildung 3 (Kapitel 6.1, Schritt 2) vom Ertragswert der aufgestaute Renovationsbedarf in Abzug gebracht. Dieser berechnet sich über die erfassten Gebäudedaten. Weil die Entwertung ein separater Schritt ist und nicht zum Diskontsatzmodell gehört, wird nicht weiter auf dieses Thema eingegangen. Bei den in dieser Arbeit untersuchten zwei Objekten wird die Entwertung, wie vom LUKB-Schätzer ermittelt, übernommen.

8.1.11 Fazit

Im Detail (Datenbasis Branchenstatistik WBG Zürich 2021) setzt sich das Diskontsatzmodell für WBG gem. Tabelle 11 wie folgt zusammen:

Zusammensetzung Nettodiskontierung			
WACC	0.0000%		
Generelles Liegenschaftsrisiko	0.6580%		
Objektspezifisches Risiko	0.1000%		
Makrolage	0.0000%		
Mikrolage	0.1000%		
Nettodiskontierung	**0.8580%**		
Berechnungen Zuschlagskomponenten auf der Nettodiskontierung			
	Zuschlag Diskontsatz	Anteil	Betrag
Nettodiskontierung	0.8580%	40.53%	280’829’067
Betriebs- und Verwaltungskosten	0.3639%	17.19%	119’095’615
Instandhaltungskosten	0.4479%	21.16%	146’600’474
Instandsetzungskosten	0.4473%	21.13%	146’394’405
total Bruttomietertrag Soll		100.00%	692’919’561
Diskontsatzmodell Branchenstatistik 2021			
Nettodiskontsatz	0.8580%		
Betriebs- und Verwaltungskosten	0.3639%		
Instandhaltungskosten	0.4479%		
Instandsetzungskosten	0.4473%		
Leerstand	-0.2000%		
total Bruttodiskontsatz	**1.9170%**		
Bruttodiskontsatz Zürich	**1.9170%**		
Bruttodiskontsatz Kriens	**2.0570%**		

Tabelle 11: Zusammensetzung Diskontsatz, Branchenstatistik WBG Zürich 2021

9. Datenanalyse

Nach dem in den vorherigen Kapiteln die Theorie sowie das Diskontsatzmodell hergeleitet wurde, folgt in diesem Kapitel die Datenbeschreibung und -analyse.

9.1 Datenbeschrieb und -herkunft

Die ursprüngliche Idee, je drei WBG aus Zürich und Luzern mit unterschiedlicher Firmengrösse zu untersuchen, erwies sich insbesondere in Luzern als schwierig. Während in Zürich die meisten Wohnbaugenossenschaften das Kostenmietmodell anwenden, wird dies in Luzern selten umgesetzt. Aufgrund der fehlenden Anwendung der Kostenmiete konnten nicht alle angefragten WBG teilnehmen (u.a. ABK Allgemeine Baugenossenschaft Kriens und SBL Wohnbaugenossenschaft Luzern). Schlussendlich wurden folgende sechs Wohnbaugenossenschaften vertieft untersucht.

Für die Stadt Zürich: - Bau- und Siedlungsgenossenschaft Höngg

- Baugenossenschaft Rotach

- Allgemeine Baugenossenschaft Zürich

Für die Stadt Luzern: - Baugenossenschaft Reussbühl

- Allgemeine Baugenossenschaft Luzern

- WOGENO Luzern

Ein Grossteil der erhobenen Daten stammt aus öffentlich zugänglichen Quellen. Einige Detailinformationen wurden dem Autor anonym mitgeteilt, und wenige Daten konnten oder wollten die WBG nicht mitteilen. In diesen Fällen wurden Annahmen getroffen, die in den Modellen deklariert sind. Die Namen der teilnehmenden WBG dürfen genannt werden, jedoch ohne Veröffentlichung detaillierter Zahlen, die Rückschlüsse auf die Teilnehmer ermöglichen könnten, wie z.B. Anzahl der Wohnungen oder Bilanzsumme. Die Teilnehmer werden als WBG1 bis WBG6 bezeichnet, wobei die Nummerierung nicht der vorgenannten Reihenfolge entspricht.

9.2 Erkenntnisse des Diskontsatzmodells

Aus der Datenanalyse lassen sich gem. Tabelle 12 folgende Diskontierungssätze ableiten:

Erkenntnisse Diskontsatzmodell									
	WBGs Zürich			**WBGs Luzern**			**Branchen-statistik ZH**	**LUKB**	**Bemerkung**
	WBG1	**WBG2**	**WBG3**	**WBG4**	**WBG5**	**WBG6**			
WACCs	0.782%	0.916%	1.439%	1.313%	0.838%	1.886%	0.852%		
WACC real	-0.462%	-0.330%	0.187%	0.062%	-0.407%	0.628%	-0.393%		
WACC für Modell	0.000%	0.000%	0.187%	0.062%	0.000%	0.628%	0.000%		
Nettodiskontierung	**0.808%**	**0.885%**	**0.945%**	**0.888%**	**0.848%**	**1.516%**	**0.858%**		
Betriebs- und Verwaltung	0.688%	0.477%	0.374%	0.416%	0.306%	0.545%	0.364%		
Instandhaltungskosten	0.443%	0.263%	0.219%	0.217%	0.832%	2.412%	0.448%		
Instandsetzungskosten	0.600%	0.548%	0.572%	0.367%	0.449%	1.196%	0.447%		
Leerstand	-0.200%	-0.200%	-0.200%	-0.200%	-0.200%	-0.200%	-0.200%		
Diskontsatz ZH	**2.338%**	**1.974%**	**1.910%**	**1.689%**	**2.235%**	**5.469%**	**1.917%**	3.18% 3.59%	Kostenmiete Marktmiete
Diskontsatz LU	**2.478%**	**2.114%**	**2.050%**	**1.829%**	**2.375%**	**5.609%**	**2.057%**	3.93% 3.84%	Kostenmiete Marktmiete
Mietertrag Ist	1’086’216			313’380					Kostenmiete
Ertragswert	46’455’222	55’037’292	56’869’948	17’135’827	13’195’503	5’586’694	56’662’285		
Wertkorrektur	2’476’605			463’586					siehe Tabelle 2
Schätzwert	43’978’617	52’560’687	54’393’343	16’672’241	12’731’917	5’123’108	54’185’680		
Schätzwert Markt-miete LUKB	42’600’000			8’520’000					
Schätzwert Kosten-miete LUKB	33’360’000			7’720’000					

Tabelle 12: Vergleich Diskontsätze und Schätzwerte WBG

Bei den drei untersuchten Zürcher WBG resultieren Diskontsätze zwischen 1.910% und 2.338%. WBG mit negativen inflationsbereinigten WACCs werden im Modell schlech-

ter gestellt, da ein Mindestwert von 0% angewendet wird. Dies verhindert, dass die Diskontsätze zu niedrig ausfallen. Des Weiteren kann festgestellt werden, dass WBG1 einen niedrigeren WACC als WBG2 aufweist, ihr Diskontsatz jedoch höher liegt. Der Grund dafür sind ihre höheren Bewirtschaftungskosten von 44.53% gemessen an den Brutto-Sollmieterträgen (WBG2 34.06%). Würde man die Bewirtschaftungskosten der WBG1 auf das Niveau von WBG2 reduzieren, würde sich der Diskontsatz um 0.5% reduzieren.

Kapitalisiert man die Kostenmiete von CHF 1'086'216 für eine Liegenschaft in Zürich, ergeben sich abzüglich der Wertkorrektur von CHF 2'476'605 (aufgestauter Unterhaltsbedarf gem. LUKB-Praxis) Schätzwerte zwischen CHF 43.9 Mio. und CHF 54.4 Mio. Diese Werte liegen über den Schätzungen nach dem Kosten- und Marktmietmodell der LUKB.

In Luzern variieren die Diskontsätze zwischen 1.829% und 5.609%. Nur WBG4 und WBG5 übertreffen sowohl das LUKB-Kosten- als auch das Marktmietmodell, während WBG6 unter beiden liegt. Der Grund dafür wird später erläutert.

Das Diskontsatzmodell für gemeinnützige Wohnbauträger funktioniert grundsätzlich, sofern die Kostenmiete korrekt umgesetzt wird. Bei WBG6 liefert das Modell nicht das gewünschte Ergebnis, da sie hohe Verzinsungen von 3.75% der Pflichtanteile zahlen, was dazu führt, dass die Eigenkapitalkosten mit hohen 3.542% in die WACC-Berechnung einfliessen. Des Weiteren mussten bei dieser WBG auch die zu tiefen Rückstellungen auf den Modellwert von 1% korrigiert werden. Eine Reduktion dieser Eigenkapitalverzinsung würde den WACC senken und das Modell anwendbar machen.

Es gibt Unterschiede zwischen den Zürcher und den Luzerner WBG. Zürcher WBG folgen dem klar strukturierten Zürcher Kostenmietmodell und weisen niedrige Reingewinne (zwischen CHF 1'000 und CHF 113'000) aus, was zu einem geringen Eigenfinanzierungsgrad führt (2.44% bis 6.33%). Luzerner WBG sind grosszügiger in der Verzinsung des Anteilscheinkapitals (zwei Zürcher WBG bezahlen keinen Zins und eine 1.75%, während in Luzern nur eine keinen Zins zahlt und die anderen zwei zwischen 1% bis 3.75%) und der Depositenkasse (Zürich 0.75% bis 1.25% und Luzern 1% bis 2.13% je nach Laufzeit), was höhere Kapitalkosten und somit höhere Diskontsätze zur Folge hat. Zudem zeigen die Luzerner WBG höhere Reingewinne (zwischen CHF 750'000 bis CHF 2'000'000) und Eigenkapitalquoten (13.12% bis 32.26%) als die Zürcher. Die Unterschiede in den Diskontsätzen werden stark vom WACC beeinflusst, der die Eigen- und Fremdkapitalverzinsung abbildet. Deshalb spielt es eine grosse Rol-

le, wie sich die WBG finanzieren und welchen Zins sie auf dem Anteilscheinkapital bezahlen.

9.3 Antworten auf die Forschungsfragen

Die in Kapitel 1.2 gestellten Forschungsfragen können wie folgt beantwortet werden:

- Was sind fundamentale Unterschiede in der Bewertungstheorie zwischen klassischen (gewinnorientierten) Immobilien und denjenigen von gemeinnützigen Wohnbauträgern nach dem Kostenmietmodell?

  Antwort:

  Die Bewertungstheorie ist auf den klassischen, gewinnorientierten Immobilienmarkt ausgelegt und berücksichtigt nicht die speziellen Auflagen und Interessen des gemeinnützigen Wohnungsbaus. Für die Immobilienbewertung nach dem Kostenmietmodell gibt es keine etablierte Theorie. Sobald eine WBG öffentliche Wohnbauförderung beansprucht, greifen spezifische Auflagen, die in der klassischen Immobilienbewertung nicht berücksichtigt werden. Gemeinnützige Wohnbauträger verfolgen andere Ziele als gewinnorientierte Investoren und erhalten staatliche Unterstützung bei der Kapitalbeschaffung sowie Erleichterungen in der Selbstregulierung der Banken. Dies führt zu einem niedrigeren Risiko und könnte eine andere Bewertungsform erfordern.

- Wie gestaltet sich ein risiko-/renditebasiertes Diskontsatzmodell für die Immobilienbewertung von gemeinnützigen Wohnbauträgern nach dem Kostenmietmodell?

  Antwort:

  Etwas enttäuschend konnte der Autor dieser Arbeit das Rad nicht neu erfinden. Gewisse Parameter sind seitens Gesetzgeber, Regulator oder LUKB oder der klassischen Bewertungspraxis vorgegeben. Nach Ansicht des Autors ist der Hauptunterschied von WBG zu klassischen Immobilieninvestoren die Möglichkeit, dass WACC-Modell anzuwenden, sofern sich die WBG entlang eines Kostenmietmodells, wie z.B. dem Zürcher Kostenmietmodell, bewegt und insbesondere die Kapitalverzinsung tief gestaltet.

- Lässt sich durch die Analyse der Jahresabschlüsse von gemeinnützigen Wohnbauträgern ein Unterschied im Diskontierungssatz im Vergleich zur klassischen Bewertungsmethode herleiten? Falls ja, wie hoch sollte der Unterschied sein?

Antwort:

Prinzipiell ja, sofern die WBG ein Kostenmietmodell anwendet, dass sich stark am Zürcher Modell orientiert. Der Jahresabschluss allein ist hierzu i.d.R. nicht ausreichend, ausser er ist sehr detailliert gestaltet und liefert die für das Modell notwendigen Informationen. Die untersuchten WBG weisen in ihren Jahresabschlüssen eine Vielzahl von Informationen aus, wie z.B. die Verzinsung des Genossenschaftskapitals (steht i.d.R. auch in den Statuten) oder die Durchschnittsverzinsung des Fremdkapitals. Jedoch werden in der Bilanz und Erfolgsrechnung nur die Hauptkontengruppen ausgewiesen, was eine korrekte Kostenzuordnung erschwert. Hierzu müssten weitere Details vorhanden sein.

Auf die Frage, wie hoch der Unterschied im Diskontierungssatz im Vergleich zu einer klassischen Bewertung sein müsste, liefert diese Arbeit keine Ergebnisse. Die Untersuchungspopulation mit lediglich sechs WBG ist zu gering, um eine abschliessende Antwort zu liefern.

9.4 Kritische Betrachtung der Arbeit

Das entwickelte Diskontsatzmodell zeigt interessante Ergebnisse. Es könnte im strikten Zürcher Kostenmietmodell, welches von vielen WBG angewendet wird, funktionieren. Wichtig ist eine kostengünstige Eigenkapitalverzinsung. In Luzern ist das Modell schwieriger anwendbar, da es kein allgemein anerkanntes Kostenmietmodell gibt und nur wenige WBG dieses anwenden. Das BWO-Merkblatt «Modell einer Kostenmiete für vom Bund geförderte Wohnungen» von 2022 wird noch nicht überall umgesetzt.

Die Wohnbauförderprogramme sollen die Kapitalkosten senken. In Zürich funktioniert das, in Luzern wird dieser Effekt durch höhere Eigenkapitalverzinsung geschwächt. Zürcher WBG müssen mindestens 1% der Gebäudeversicherungssumme für Instandsetzungsrückstellungen vorsehen, was alle drei untersuchten WBG erfüllen. In Luzern gibt es diese Regel nicht, was zu niedrigeren Erneuerungsfonds führt (3.14% bis 5.31% im Vergleich zu 7.13% bis 11.19% in Zürich). Zu niedrige Rückstellungen wurden im Modell auf den Zielwert von 1% korrigiert (betrifft WBG4 bis WBG6).

Die Datenerhebung war schwierig, da Luzerner Genossenschaften weniger kooperativ waren und teilweise notwendige Informationen fehlten. Es mussten Annahmen getroffen werden, was nicht ideal ist, aber auch in anderen Modellen vorkommt.

Das Modell zeigt eine breite Streuung an Immobilienwerten, basierend auf der Kostenstruktur der jeweiligen WBG. Eventuell müssten Benchmarkparameter erarbeitet wer-

den, da die WBG z.B. grosse Abweichungen bei den Bewirtschaftungskosten (28.1% bis 52.2%) zeigen. Diese hohen Abweichungen könnten aber auch auf die Datenerfassung zurückzuführen sein. Die Kostenzuordnung auf die Diskontsatzkomponenten allein auf Basis der Jahresrechnungen zu tätigen, ist ungenau. Detailliertere Informationen der WBG wären nötig. Zudem fallen die ermittelten Diskontsätze tief, tendenziell zu tief aus. Dadurch resultierten teilweise hohe Schätzwerte. Grundsätzlich könnten diese angepasst werden, in dem man z.B. die Wertkorrektur von -0.20% auf dem generellen Liegenschaftsrisiko eliminiert. Dies würde nach Ansicht des Autors aber gegen die theoretischen Herleitungen und Grundannahmen des Modells widersprechen. Zudem, wer sagt, wo der richtige Diskontsatz liegen soll? Fängt man im Modell an Korrekturen einzubauen, welche das Resultat in Richtung oder sogar unter den Marktwert korrigieren, ist das wiederum Willkür. Das Diskontsatzmodell müsste sicher noch weiter verfeinert, adjustiert und getestet werden.

Zudem müsste noch vertieft untersucht werden, ob der WACC inflationsbereinigt oder nicht verwendet werden muss. Die Untersuchungen des Autors zeigen auf, dass der WACC real anzuwenden ist, was auch der Methode von WD entspricht. Aber ganz sicher ist sich der Autor diesbezüglich nicht. Dies hätte einen grossen Einfluss auf die ermittelten Diskontsätze.

Ein kritischer Punkt in der WACC-Berechnung resultiert dann, wenn eine WBG sämtliche Fremdfinanzierung in einem Tiefzinsumfeld (z.B. zwischen 2015 und 2022) langfristig abgeschlossen hat. Dies führt zu niedrigen historischen Finanzierungskosten. Hier könnte ein Anpassungsfaktor nötig sein.

Ein weiteres Problem ist die Verwendung des Gebäudeversicherungswertes zur Bestimmung der Rückstellungen, da die Berechnung je nach Kanton unterschiedlich ist.

Expertengespräche zeigten, dass viele die Idee, den Basiszins durch den WACC zu ersetzen, als realistisch betrachten. Alteingesessene WBG haben i.d.R. jedoch keine Probleme, Finanzierungen zu erhalten. Dementsprechend stellte sich für diese die Wertfrage bisher nicht. Sie verfügen über ein grosses Immobilienportfolio mit hoher Substanz. Für eine neuere oder kleinere WBG ist das jedoch ein zentrales Problem.

Dominik Bastianello von Wohnbaugenossenschaft Schweiz, Regionalverband Zürich, meint, dass die Höhe des Liegenschaftswert für die WBG selber nicht relevant ist, da sie die Liegenschaften zu Anschaffungskosten bilanzieren und langfristig halten. Für Banken ist die Bewertung jedoch ein Thema und darum sollten sie die Anforderungen definieren. Er empfiehlt klar die Bewertung auf Basis Marktwert.

9.5 Handlungsempfehlung zu Gunsten der Luzerner Kantonalbank

Die Bewertungspraxis der LUKB für Immobilien nach dem Kostenmietmodell entspricht nicht der gängigen Praxis, die das Marktmietmodell bevorzugt. Das präsentierte Diskontsatzmodell könnte für WBG funktionieren, welche das Kostenmietmodell anwenden, insbesondere für viele Zürcher WBG. Nicht jedoch für die meisten Luzerner WBG. Daher empfiehlt der Autor, gemeinnützige Wohnbauten mit der Kostenmiete vorläufig nach dem Marktmietmodell zu bewerten, unter Berücksichtigung der aktuellen Marktlage und des Ausbaustandards. Argumente (Unverkäuflichkeit gem. Statuten und Anwendung Kostenmiete) gegen diese Praxis sind unbegründet. In Zürich und zum Teil auch in Luzern hat die öffentliche Hand ein gesetzliches im Grundbuch anzumerkendes Vorkaufsrecht zum Selbstkostenpreis. Im Fall der Fälle, dass eine solche Liegenschaft in die Verwertung kommt und die Bank diese als Grundpfandgläubigerin übernimmt, fallen mit der Rückzahlung aller staatlichen Hilfen die Eigentumsbeschränkungen dahin. Somit könnte die Liegenschaft über die Zeit auf das Marktmietniveau herangeführt werden. Davon ausgenommen ist das Vorkaufsrecht, das in Zürich frühestens 15 Jahre und in Luzern 25 Jahre nach Anmerkung im Grundbuch erlischt. Die Nachforschungen des Autors ergaben, dass gesetzliche Vorkaufsrechte gem. Art. 60a in Verbindung mit Art. 102 VZG an der Steigerung ausgeübt werden können. Dies jedoch nur zu den Bedingungen, zu welchem das Grundstück dem Ersteigerer zugeschlagen wird (Art. 681 Abs. 1 ZGB). Die Ausübung des Vorkaufrechts erfolgt demzufolge zum Höchstangebot (Brand, 2008, S. 281-282).

9.6 Denkanstoss an die Immobilienbranche

In der Praxis wird hauptsächlich das Ertragswert- oder DCF-Modell mit Marktmieten angewendet. WBG stellen in der Schweiz eine wichtige und grosse Immobilieneigentümergruppe dar, die sich durch spezifische Unternehmensphilosophien und gesetzliche Bestimmungen von klassischen Immobilieneigentümern unterscheiden. WBG-Immobilien weisen in der Regel günstigere Mieten auf, bieten erhöhten Kündigungsschutz für Mieter, haben empirisch niedrigere Mieterfluktuationen und sind oft grosszügiger bei Instandhaltung und -setzung. Diese Besonderheiten werden in der aktuellen Immobilienbewertung nicht ausreichend berücksichtigt. Es wäre wünschenswert, dass diese Arbeit sowohl den Exponenten der WBG als auch Banken und Immobilienbewertungsfirmen einen Anstoss gibt, die bestehende Praxis zu hinterfragen und anzupassen, um dieser bedeutenden Immobilieneigentümergruppe gerecht zu werden.

9.7 Ausblick

Die in dieser Arbeit gewonnenen Erkenntnisse und entwickelten Ansätze zur Bewertung von Immobilien gemeinnütziger Wohnbauträger bieten eine solide Grundlage für weitere Forschung und praktische Anwendung.

Die Unterschiede zwischen den Städten Zürich und Luzern in Bezug auf die Anwendung des Kostenmietmodells und die spezifischen Bedingungen der Wohnbauförderung erfordern massgeschneiderte Bewertungsansätze. Künftige Modelle sollten diese regionalen Besonderheiten, solange kein einheitliches Kostenmietmodell angewendet wird, noch stärker berücksichtigen, um den spezifischen Anforderungen der jeweiligen Wohnbaugenossenschaften gerecht zu werden.

Mit den bevorstehenden regulatorischen Änderungen im Bankenumfeld ab 2025, insbesondere durch Basel III final, wird die Bedeutung einer präzisen Immobilienbewertung weiter zunehmen. Finanzinstitute sollten ihre Bewertungsmodelle entsprechend anpassen, um den neuen Anforderungen gerecht zu werden. Das entwickelte Diskontsatzmodell bietet hierfür eine Grundlage, die jedoch weiterentwickelt werden muss.

Ein wichtiger Schritt zur Verbesserung der Immobilienbewertung von WBG ist die Förderung des Dialogs und der Zusammenarbeit zwischen Wohnbaugenossenschaften, Banken, Immobilienbewertungsfirmen und staatlichen Stellen. Ein regelmässiger Austausch von Best Practices und die gemeinsame Entwicklung von Bewertungsstandards können dazu beitragen, die Qualität und Akzeptanz der Bewertungsmodelle zu erhöhen.

Die Erhebung detaillierter Daten von WBG und die Transparenz in der Bereitstellung dieser Daten sind entscheidend für die Weiterentwicklung der Bewertungsmodelle. Es sollte angestrebt werden, dass Genossenschaften detaillierte Informationen zu Bewirtschaftungskosten, Instandhaltungsmassnahmen und Mieterfluktuation systematisch erfassen und teilen. Dies würde die Genauigkeit und Vergleichbarkeit der Bewertungen erheblich verbessern.

Die Arbeit hat gezeigt, dass ein risiko- und renditebasiertes Diskontsatzmodell für die Bewertung von Immobilien gemeinnütziger Wohnbauträger prinzipiell möglich ist. Durch kontinuierliche Weiterentwicklung, Berücksichtigung lokaler Gegebenheiten, Anpassung an regulatorische Veränderungen und Förderung der Zusammenarbeit kann dieses Modell zu einer präziseren und gerechteren Bewertungspraxis beitragen. Zukünftige Forschungen und praktische Anwendungen sollten diese Aspekte weiterverfolgen, um die Immobilienbewertung im gemeinnützigen Wohnungsbau nachhaltig zu verbessern. Ein Schwerpunkt zukünftiger Arbeiten sollte darauf liegen, das Diskontsatzmodell

weiter zu verfeinern und zu testen, um eine breite Akzeptanz und Anwendung zu gewährleisten. Insbesondere die Parameter zur Bestimmung der Eigenkapitalverzinsung und der Bewirtschaftungskosten sollten standardisiert und regelmässig überprüft werden.

10. Literaturverzeichnis

Allgemeine Baugenossenschaft Zürich. (21. 06 2023). Abgerufen am 05 2024 von Statuten: https://www.abz.ch/content/uploads/2023/10/abz_22007_05_2sp_statuten_lowres.pdf

Bühlmann, L., & Spori, N. (01 2010). Förderung des gemeinnützigen Wohnungsbaus. *Raum & Umwelt*, S. 2-35.

Baublatt. (03. 10 2023). Von https://www.baublatt.ch/baubranche/wohnraumfoerderung-kanton-luzern-sieht-gemeinden-in-der-pflicht-34927 abgerufen

Bloomberg. (26. 06 2024).

Bodmer, F. (2023). *Der Schweizer Wohnungsmarkt: Eine Auslegeordnung.* Zürich: Park Books.

Brand, E. (2008). *Die betreibungsrechtliche Zwangsverwertung von Grundstücken im Pfandverwertungsverfahren; ein Handbuch für die Praxis.* Zürich: Schulthess Juristische Medien AG.

Bundesamt für Raumentwicklung ARE. (kein Datum). Abgerufen am 06 2024 von Agenda 2030: https://www.are.admin.ch/are/de/home/nachhaltige-entwicklung/nachhaltigkeitspolitik/agenda2030.html

Bundesamt für Wohnungswesen BWO. (18. 12 2012). Von Charta der gemeinnützigen Wohnbauträger in der Schweiz: https://www.bwo.admin.ch/bwo/de/home/wohnraumfoerderung/wfg/indirekte-foerderung-des-gemeinnuetzigen-wohnungsbaus.html abgerufen

Bundesamt für Wohnungswesen BWO. (2020). *Merkblatt: Wohnraumförderungsgesetz WFG, Übersicht über Ziele und Förderinstrumente.* Bern.

Bundesamt für Wohnungswesen BWO. (2022). *Merkblatt: Wohnraumförderungsgesetz WFG, Sonderprogramm 2021-2025.* Bern.

Bundesamt für Wohnungswesen BWO. (01 2023). Von https://www.bwo.admin.ch/bwo/de/home/wohnraumfoerderung/kantonale-hilfen.html abgerufen

Bundesamt für Wohnungswesen BWO. (2024). *Merkblatt: Wohnraumförderungsgesetz WFG, Bundeshilfe an die Dachorganisationen des gemeinnützigen Wohnungsbaus und ihre Einrichtungen.* Bern.

Bundesamt für Wohnungswesen BWO, Wohnbaugenossenschaften Schweiz, & Wohnen Schweiz. (2012). *Charta der gemeinnützigen Wohnbauträger der Schweiz.*

Capeder, M. (2017). *Mieterfluktuationsquoten bei Genossenschaften und Privat-Investoren im Vergleich.* Zürich: Universität Zürich Master of Advanced Studies in Real Estate.

Chat GPT 4.0. (kein Datum). Abgerufen am 06 2024 von https://chatgpt.com/c/a44e3a0c-284c-4797-84c5-dd9d48f01e29

chatgpt.com. (07 2024). Von www.chatgpt.com abgerufen

Emissionszentrale für gemeinnützigen Wohnungsbau. (01. 06 2024). Abgerufen am 06 2024 von https://www.egw-ccl.ch

Fahrländer, S. S., & Kloess, S. G. (2023a). *Grundlagen der Immobilienökonomie* (Bd. 01). St. Gallen: Schweizer Immobilienschätzer-Verband SIV.

Fahrländer, S., & Kloess, S. (2023b). *Angewandte Immobilienökonomie* (Bd. 02). St. Gallen: Schweizer Immobilienschätzer-Verband SIV.

Fierz, K. (2011). *Immobilienökonomie und Bewertung von Liegenschaften.* Zürich: Schulthess Verlag.

finanzen.net. (kein Datum). Abgerufen am 06 2024 von https://www.finanzen.net/anleihen/a3k4y3-zuerich-stadt-anleihe

Fries, D. (2016). *Unsicherheiten und Risiken in Immobilienbewertungen: Monte-Carlo-Simulation zur Bewertung von Wohnliegenschaften.* Universität Zürich Master of Advanced Studies in Real Estate, Zürich.

Hanrath, S. (2011). *Selbstbestimmung in Gemeinschaft – Wohnungs- und Sozialgenossenschaften als Zukunftsoption, in Allgeier, M. (Hrsg.): Solidarität, Flexibilität, Selbsthilfe – Zur Modernität der Genossenschaftsidee.* Wiesbaden.

Harbrecht, W. (2000). *Die Zukunft der Genossenschaftsidee im 21. Jahrhundert im Lichte Ihrer historischen Entwicklung in: Entwicklung und Realisierung des Genossenschaftsgedankens vom Mittelalter bis zur Gegenwart (Schriftreihe zur Genossenschaftsgeschichte)* (Bd. Band 2). München: Historischer Verein Bayerischer Genossenschaften.

Heid Immobilien GmbH. (kein Datum). Abgerufen am 07 2024 von https://www.heid-immobilienbewertung.de/magazin/leerstand/

IAZI. (06 2023). *Portfoliobewertung Wohnliegenschaften Allgemeine Baugenossenschaft Zürich (ABZ).* Zürich.

International Cooperative Alliance. (kein Datum). Abgerufen am 05 2024 von https://ica.coop/en/cooperatives/what-is-a-cooperative

International Valuation Standards Council. (2022). *International Valuations Standards (IVS).* London.

Küng, H. (1948). Genossenschaftlicher Wohnungsbau. Referat gehalten im Rahmen eines Vortragszyklus der Schweizerischen Verwaltungskurse an der Handels-Hochschule St. Gallen 29. und 30. Oktober 1948.

Kanton Zürich. (kein Datum). Abgerufen am 06 2024 von https://www.zh.ch/de/steuern-finanzen/steuern/treuhaender/steuerbuch/steuerbuch-definition/zstb-64-1.html

Kanton Zürich. (2023). *Merkblatt 02: Wohnbauförderung, Subventionsleistungen für den Mietwohnungsbau.* Zürich.

Lehmann, N. (2018). *Die Opportunitätskosten der Wohnbauförderung in Zürich; Berechnung alternativer Fördermodelle für das Bezahlbare Wohnen.* Zürich: Universität Zürich Master of Advanced Studies in Real Estate.

Lustat Statistik Luzern. (2024). Abgerufen am 07 2024 von https://www.lustat.ch/files/lustat/analysen/jahrbuch/2024/jbkt_2024_be.pdf

Luzerner Kantonalbank. (31. 05 2022). Arbeitsanweisung DF-005/F.832.L.

Mieterinnen und Mieterverband. (ohne Datum). Von https://www.mieterverband.ch/mv/mietrecht-beratung/ratgeber-mietrecht/glossar.html#:~:text=Mieter*innen%20in%20einer%20 abgerufen

PWC. (kein Datum). Abgerufen am 06 2024 von https://www.pwc.ch/de/press-room/expert-articles/pwc_press_20201005_expertfocus_2.pdf

Salzmann, B. (08 2014). *IAZI CIFI*. Abgerufen am 06 2024 von https://www.iazicifi.ch/wp-content/uploads/2015/11/SIV_Infos_Diskontierung_Immobilienbewertung.pdf

Schmid, P. (2005). *Die Wohnbaugenossenschaften der Schweiz.* Masterarbeit Universität Freiburg, Zürich.

Schmid, P. (05 2009). Die Geschichte der Wohnbaugenossenschaften und der Genossenschaftsidee. Zürich: Wohnbaugenossenschaften Schweiz. Abgerufen am 05 2024 von https://www.wbg-schweiz.ch/data/Nr_62_Geschichte_und_Genossenschaftsidee_8339.pdf

Schwartz, O. (2006). *Anwendung der DCF-Methode zur Immobilienbewertung.* Universität Zürich Master of Advanced Studies in Real Estate, Zürich.

Schweizerische Bankiervereinigung. (2023a). *Richtlinien betreffend Mindestanforderungen bei Hypothekarfinanzierungen.* Schweizerische Bankiervereinigung.

Schweizerische Bankiervereinigung. (2023b). *Richtlinien für die Prüfung, Bewertung und Abwicklung grundpfandgesicherter Kredite.* Stand 13.12.2023.

Schweizerisches Sozialarchiv. (2023). Abgerufen am 05 2024 von Vor 100 Jahren: Aufschwung der Baugenossenschaften: https://www.sozialarchiv.ch/2023/03/08/vor-100-jahren-aufschwung-der-baugenossenschaften/

Siedlungsgenossenschaft Eigengrund. (kein Datum). Abgerufen am 05 2024 von https://www.eigengrund.ch/cms/upload/Dokumente/Genossenschaft/Mietzinspolitik/Mietzinsveranstaltung_2009/Mietzinsveranst_BfWBF-Montanari_20090124.pdf

Solomon, C. (2016). *Valuation of land for affordable housing.* London: RICS.

Sotomo. (2017). *Gemeinnütziges Wohnen im Fokus. Ein Vergleich zu Miete und Eigentum.* Grenchen: Bundesamt für Wohnungswesen BWO.

Stadt Luzern. (16. 09 2021). Abgerufen am 05 2024 von https://www.stadtluzern.ch/aktuelles/newslist/1343710

Stadt Luzern. (30. 04 2024). Abgerufen am 05 2024 von Charta gemeinnütziger Wohnbauträger: https://www.stadtluzern.ch/dokumentebilder/publikationen/488950

Stadt Zürich. (kein Datum). Abgerufen am 05 2024 von https://www.stadt-zuerich.ch/portal/de/index/politik_u_recht/stadtrat/weitere-politikfelder/wohnpolitik.html

Stadt Zürich. (kein Datum). Abgerufen am 08 2024 von https://www.stadt-zuerich.ch/prd/de/index/statistik/publikationen-angebote/publikationen/webartikel/2022-11-03_Mietpreise-in-der-Stadt-Zuerich.html

Stadt Zürich. (05 2017). Abgerufen am 06 2024 von Wohnbauförderung, Merkblatt 18: https://www.zh.ch/content/dam/zhweb/bilder-dokumente/themen/soziales/wohnbaufoerderung/merkblaetter/18_Finanzierung-und-Grundbuch.pdf

Stadt Zürich. (2017). *Statistisches Jahrbuch der Stadt Zürich 2017.* Zürich.

Stadt Zürich. (kein Datum). *Wohnbauförderung*. Abgerufen am 06 2024 von https://www.stadt-zuerich.ch/fd/de/index/wohnen-und-gewerbe/wohnbaufoerderung.html

Stocker, S. (2022). *Das Modell der Kostenmiete im Vergleich zum Schweizer Mietrecht und dessen Anwendung im Wohnungsbau.* Zürich: Universität Zürich Master in Real Estate.

SVKG. (2019). *Das Schweizerische Schätzerhandbuch* (Bd. 5. Auflage). Aarau: SVKG.

Swiss GAAP FER. (kein Datum). Abgerufen am 06 2024 von https://www.fer.ch/standards/swiss-gaap-fer-18-sachanlagen/

Thalmann, P. (2019). *Leitfaden Preisgünstige Mietwohnungen.* EPFL.

Venturini, G. (2021). *wohnbaugenossenschaften schweiz.* Abgerufen am 06 2024 von https://www.wbg-schweiz.ch/data/VenturiniGiuseppe_Softsanierung_6260.pdf

Volkart, R. (2011). *Corporate Finance: Grundlagen von Finanzierung und Investition* (5. Auflage Ausg.). Zürich: Versus Verlag AG.

Vorburger, M. (kein Datum). *Zeitschrift-Wohnen*. Abgerufen am 06 2024 von https://www.zeitschrift-wohnen.ch/heft/beitrag/recht/kostenmiete-was-gilt.html

Wüest Partner. (kein Datum). Abgerufen am 06 2024 von https://www.wuestpartner.com/ch-de/expertise/daten/immobilien-rating/#:~:text=Mikrolagenrating,je%20625%20Quadratmeter%20individuell%20einschätzen.

Wüest Partner AG. (Mai 2017). Manual Wüest Dimensions. Zürich.

Wüest Partner AG. (Juni 2018a). Wüest Dimensions Kapitalisierungsmodell. *Kompaktanleitung zur Bewertung von Renditeobjekten mit dem Kapitalisierungsmodell*. Zürich.

Wüest Partner AG. (September 2018b). Wüest Dimensions Ertragswertmethode. *Kompaktanleitung zur Bewertung von Renditeobjekten mit der Ertragswertmethode, Zürich, September 2018, Seite 32)*. Zürich.

Wüest Partner AG. (September 2018c). Wüest Dimensions Allgemeine Funktionen. *Kompaktanleitung zum Umgang mit Wüest Dimensions*. Zürich.

Wüest Partner AG. (Januar 2024). Methoden-Manual. *Kapitalisierungsmodell inkl. Hedonische Mietpreisfunktion*. Zürich.

Wich-Glasen, S. (2014). *Einfluss von zeitvariierenden Diskontierungssätzen auf den Marktwert einer Immobilie.* Universität Zürich Master of Advanced Studies in Real Estate, Zürich.

Wohnbaugenossenschaften Schweiz, R. Z. (2021). *Branchenstatistik der Zürcher Wohngenossenschaften; Ergebnisse zum Rechnungsjahr 2021.* Zürich.

Wohnbaugenossenschaften Schweiz, Regionalverband Zürich. (kein Datum). Abgerufen am 06 2024 von https://www.wbg-zh.ch/wp-content/uploads/2012/02/Berechnung-der-höchstzulässigen-Mietzinssumme.pdf

Wohnbaugenossenschaften Schweiz, Regionalverband Zürich. (2021a). *Branchenstatistik der Zürcher Wohnbaugenossenschaften.* Zürich.

Wohnbaugenossenschaften Schweiz, Regionalverband Zürich. (2021b). *Gemeinnütziger Wohnungsbau in der Schweiz, Marktübersicht im Auftrag der Allgemeinen Baugenossenschaft Zürich (ABZ).* Zürich.

Wohnbaugenossenschaften Schweiz, Regionalverband Zürich. (ohne Datum). Von Mitgliederliste: https://www.wbg-zh.ch/mitglieder/mitgliederliste/ abgerufen

Wohnbaugenossenschaften Schweiz, Verband der gemeinnützigen Wohnbauträger. (14. 11 2022). Vernehmlassung zum Modell einer Kostenmiete für vom Bund geförderte Wohnungen. Zürich.

Wohnbaugenossenschaften Schweiz, Verband der gemeinnützigen Wohnbauträger. (ohne Datum). Von https://www.wbg-100jahre.ch/geschichte/ abgerufen

Züger, Y. (2020). *Eine ökonomische Betrachtung der Kostenmiete.* Universität Zürich Master of Advanced Studies in Real Estate, Zürich.

Zurbuchen, P. (2014). *Finanzierungs- und Kostenstrukturen von Zürcher Wohnbaugenossenschaften.* Universität Zürich Master of Advanced Studies in Real Estate, Zürich.

11. Anhang

Anhang 1: Beschrieb der Komponenten im Diskontsatzmodell WP

Komponente	Herleitung
Betriebskosten	jährlich aktualisierte Regression (Basis DCF-Bewertungen), erklärende Variablen: Nutzung, Nebenkostenregime, Ertrag, Steuer Ebene Gemeinde, Alter, Anzahl Mietwohnungen, Anzahl Kleinwhg.
Instandhaltungskosten	Berechnung aufgrund Potenzialertrag (als Anteil in %) aufgrund von Nutzung Grösse, Zustand, Standard (Abgleich mit DCF-Bewertungen)
Instandsetzungskosten	Berechnung aufgrund Nutzung, Standard, Baujahr und Erneuerungsintervall Gebäudeteile
Renovationsbedarf	Berechnung aufgrund Zustand und Alter (Erneuerungsintervall Gebäudeteile) im Vergleich zum theoretischen Zustand
Neuwert	einfache Herleitung über Potenzial und/oder GVA-Wert

Quelle: (Wüest Partner AG, 2018a, S. 61)

Anhang 2: Wüest Dimensions Diskontsatz Zuschlagsmodell

Wüest Dimensions - Business intelligence by Wüest Partner

Luzerner Kantonalbank

Kontoübersicht

	Note	Berechnet	Wertebereich	Manuell	Zuschlag
Total (gerundet)		3.35			3.35
Wohnen		3.31			3.31
Parken innen		3.75			3.75
Parken aussen		3.95			3.95
Basisniveau Risiko		0.15	0.15		0.15
Immobilienspezifischer Zuschlag		2.38	2.38 0.00 bis 2.85		2.38
Wohnen		2.35	2.35 0.00 bis 2.35		2.35
Parken innen		2.65	2.65 0.00 bis 2.65		2.65
Parken aussen		2.85	2.85 0.00 bis 2.85		2.85
Makrolage	2.34	0.75	0.75 0.00 bis 1.50		0.75
Wohnen	2.30	0.74	0.74 0.00 bis 1.10		0.74
Parken innen	2.80	0.83	0.83 0.00 bis 1.50		0.83
Parken aussen	2.80	0.83	0.83 0.00 bis 1.50		0.83
Intrakommunales Rating		0	Separates Modell		0
Wohnen		0			0
Parken innen		0			0
Parken aussen		0			0
Mikrolage		0.03	0.03 0.00 bis 0.40		0.03
Wohnen		0.03	0.03 0.00 bis 0.20		0.03
Parken innen		0.05	0.05 0.00 bis 0.40		0.05
Parken aussen		0.05	0.05 0.00 bis 0.40		0.05
Ertragsrisiko		0	0.00 bis 0.20		0
Wohnen		0	0.00 bis 0.10		0
Parken innen		0	0.00 bis 0.20		0
Parken aussen		0	0.00 bis 0.20		0
Objektqualität		0.04	0.04 0.00 bis 0.20		0.04
Wohnen		0.04	0.04 0.00 bis 0.10		0.04
Parken innen		0.08	0.08 0.00 bis 0.20		0.08
Parken aussen		0.08	0.08 0.00 bis 0.20		0.08
Objektgrösse		0	-0.40 bis 0.00		0
Wohnen		0	-0.40 bis 0.00		0
Parken innen		0	0.00 bis 0.00		0
Parken aussen		0	0.00 bis 0.00		0
Ausnützungsreserven		0	0.00 bis 0.00		0
Wohnen		0	0.00 bis 0.00		0
Parken innen		0	0.00 bis 0.00		0
Parken aussen		0	0.00 bis 0.00		0
Entwicklungsprojekt		0	0.00 bis 0.00		0
Wohnen		0	0.00 bis 0.00		0
Parken innen		0	0.00 bis 0.00		0
Parken aussen		0	0.00 bis 0.00		0
Baurecht		0	0.00 bis 0.20		0
Eigentumsbeschränkung		0	0.00 bis 0.10		0
Zusatzposition		0	manuell		0

Soll-Mietertrage

	p.a. CHF	CHF/m²	%-Soll	Kap-Satz
Wohnen	644'376	201.77	91.58%	5.10%
Parken innen	59'280		8.42%	5.44%
Parken aussen	0		0.00%	0.00%
Total	**703'656**	**201.77**	**100.00%**	**5.12%**

Leerstand

	p.a. CHF	CHF/m²	%-Soll	Kap-Satz
Wohnen	29'641	9.28	4.60%	0.23%
Parken innen	1'956		3.30%	0.18%
Parken aussen	0		0.00%	0.00%
Total	**31'598**	**9.28**	**4.49%**	**0.23%**

Betriebskosten

	p.a. CHF	CHF/m²	%-Soll	Kap-Satz
Wohnen	78'400	23.92	11.86%	0.60%
Parken innen	5'500		9.28%	0.50%
Parken aussen	0		0.00%	0.00%
Total	**81'900**	**23.92**	**11.64%**	**0.60%**

Instandhaltung

	p.a. CHF	CHF/m²	%-Soll	Kap-Satz
Wohnen	37'200	11.65	5.77%	0.29%
Parken innen	3'300		5.57%	0.30%
Parken aussen	0		0.00%	0.00%
Total	**40'500**	**11.85**	**5.76%**	**0.29%**

Instandsetzung

	p.a. CHF	CHF/m²	%-Soll	Kap-Satz
Wohnen	83'283	26.08	12.92%	0.66%
Parken innen	7'962		12.92%	0.70%
Parken aussen	0		0.00%	0.00%
Total	**90'944**	**26.08**	**12.92%**	**0.66%**

Total Nettoertrag

	p.a. CHF	CHF/m²	%-Soll	Netto-Kap-Satz
Wohnen	417'852	130.84	64.85%	3.31%
Parken innen	40'882		68.93%	3.75%
Parken aussen	0		0.00%	3.95%
Total	**458'714**	**130.84**	**65.19%**	**3.34%**

Bewertungsergebnis

	Vorläufiger Ertragswert/Marktwert	Soll-Mietertrag [CHF]	Brutto-Kap-Satz	%-Total Ertragswert	Ertragswert [CHF/m²]	Ertragswert [CHF]
	Wohnen	644'376	5.10%	92.07%	3958.86	12'643'029
	Parken innen	59'280	5.44%	7.93%		1'089'056
	Parken aussen	0	0.00%	0.00%		0
Total		**703'656**	**5.12%**	**100.00%**	**4'390.06**	**13'732'084**

Weitere Marktwertbereinigungen — CHF

Aufgeschobene Renovationskosten	-765'324
Total Zu-/Abschläge	**-765'324**

Marktwert

	CHF/m²	CHF
Marktwert	**4'061**	**12'970'000**
Nettorendite		3.54%
Bruttorendite		5.43%

Bemerkungen

Nettokapitalisierung

Komponenten der Kapitalisierung	Kap-Satz	Leerstand	Kostenzuschlag
Wohnen	3.31%	0.23%	
Parken innen	3.75%	0.18%	
Parken aussen	3.95%	0.00%	
Total	**3.34%**	**0.23%**	**1.55%**

Bruttokapitalisierung

Quelle: Wüest Dimensions

Anhang 3: Wüest Dimensions Diskontsatz Zuschlagsmodell Stadt Zürich (Bankmodell)

Einstellungen

Teuerung	1.25 %		
○ Manuell	**Diskontierungssatz**		**Nettokapitalisierung Exit**
	Nominal	4.79 %	Nominal 4.79 %
	Real	3.50 %	Real 3.50 %
◉ Zuschlagsmodell	**Diskontierungs-/Kapitalisierungssatz**		
	Nominal	3.93 %	
	Real	2.65 %	

Flächenspiegel Informationen

Anzahl kommerzielle Mieter	1
Anteil kommerzieller Drittmieter	0.00 %
Konzentration kommerzieller Mieter	0.00
Durchschnittliche Mietvertragsdauer Geschäft	2.00
Maximale Laufzeit der kommerziellen Mietverträge	2

Zuschlagsmodell (real) Detailliert

	Note	Berechnet	Wertebereich	Manuell	Zuschlag
Total (gerundet)		2.65			2.65
Wohnen		2.65			2.65
Nebennutzung Wohnen		2.70			2.70
Parken innen		2.95			2.95
Parken aussen		3.15			3.15
Sondernutzung mit Fläche		3.60			3.60
Basisniveau Risiko		0.15	0.15		0.15
Immobilienspezifischer ...		2.36	0.00 bis 3.35		2.36
Wohnen		2.35	0.00 bis 2.35		2.35
Nebennutzung Wohnen		2.45	0.00 bis 2.45		2.45
Parken innen		2.65	0.00 bis 2.65		2.65
Parken aussen		2.85	0.00 bis 2.85		2.85
Sondernutzung mit Flä...		3.35	0.00 bis 3.35		3.35
Makrolage	5.00	0.00	0.00 bis 1.50		0.00
Wohnen	5.00	0.00	0.00 bis 1.10		0.00
Nebennutzung Wohnen	5.00	0.00	0.00 bis 1.10		0.00
Parken innen	5.00	0.00	0.00 bis 1.50		0.00
Parken aussen	5.00	0.00	0.00 bis 1.50		0.00
Sondernutzung mit Flä...	5.00	0.00	0.00 bis 1.40		0.00
Intrakommunales Rating		-0.10	Separates Mo...		-0.10
Wohnen		-0.10			-0.10
Nebennutzung Wohnen		-0.20			-0.20
Parken innen		-0.15			-0.15
Parken aussen		-0.15			-0.15
Sondernutzung mit Flä...		-0.20			-0.20
Mikrolage		0.10	0.00 bis 0.40		0.10
Wohnen		0.10	0.00 bis 0.20		0.10
Nebennutzung Wohnen		0.20	0.00 bis 0.40		0.20
Parken innen		0.20	0.00 bis 0.40		0.20
Parken aussen		0.20	0.00 bis 0.40		0.20
Sondernutzung mit Flä...		0.20	0.00 bis 0.40		0.20
Ertragsrisiko		0.10	0.00 bis 0.20		0.10
Wohnen		0.10	0.00 bis 0.10		0.10
Nebennutzung Wohnen		0.00	0.00 bis 0.20		0.00
Parken innen		0.00	0.00 bis 0.20		0.00
Parken aussen		0.00	0.00 bis 0.20		0.00
Sondernutzung mit Flä...		0.00	0.00 bis 0.20		0.00
Objektqualität		0.05	0.00 bis 0.20		0.05
Wohnen		0.05	0.00 bis 0.10		0.05
Nebennutzung Wohnen		0.10	0.00 bis 0.20		0.10
Parken innen		0.10	0.00 bis 0.20		0.10
Parken aussen		0.10	0.00 bis 0.20		0.10
Sondernutzung mit Flä...		0.10	0.00 bis 0.20		0.10
Objektgrösse		0.00	-0.40 bis 0.00		0.00
Wohnen		0.00	-0.40 bis 0.00		0.00
Nebennutzung Wohnen		0.00	-0.30 bis 0.00		0.00
Parken innen		0.00	0.00 bis 0.00		0.00
Parken aussen		0.00	0.00 bis 0.00		0.00
Sondernutzung mit Flä...		0.00	0.00 bis 0.00		0.00
Ausnützungsreserven		0.00	0.00 bis 0.00		0.00
Wohnen		0.00	0.00 bis 0.00		0.00

Quelle: Wüest Dimensions

Anhang 4: Herleitung generelles Liegenschaftsrisiko (R1) - Verfallrenditen Kanton Zürich und Kanton Luzern

Das generelle Liegenschaftsrisiko (R1) kann über den Kapitalmarkt abgeleitet werden. Es gibt zwei gemeinnützige Wohnbauträger, die eine Anleihe am Schweizer Markt emittiert haben: Allgemeine Baugenossenschaft Zürich (ABZ) und Stiftung PWG (PWG). Obwohl sie nicht direkt vergleichbar sind, eignen sie sich zur Risikoableitung. ABZ ist eine Wohnbaugenossenschaft mit einem Immobilienportfolio hauptsächlich im Kanton Zürich (78% in der Stadt Zürich) und 90% im Wohnsektor (FER-Jahresabschluss 2023). PWG ist eine Stiftung, die ebenfalls auf den Prinzipien der Kostenmiete und Unverkäuflichkeit basiert, jedoch nur Immobilien in der Stadt Zürich besitzt. Ende 2023 besass PWG 2'225 Wohnungen und 318 Gewerberäume, was einem Wohnanteil von rund 86%[8] entspricht. Im Unterschied zur ABZ wurde PWG von der Stadt Zürich gegründet und mit einem hohen Stiftungskapital ausgestattet, was das Risiko leicht beeinflusst.

Die Zinsdifferenz, der sogenannte Spread, zwischen einer Schweizer Bundesanleihe mit ähnlicher Laufzeit wie die Anleihe der ABZ resp. PWG zeigt den Marktaufschlag, welche Investoren für zwei sehr gute Renditeportfolios gemeinnütziger Wohnbauträger für die Stadt Zürich fordern.

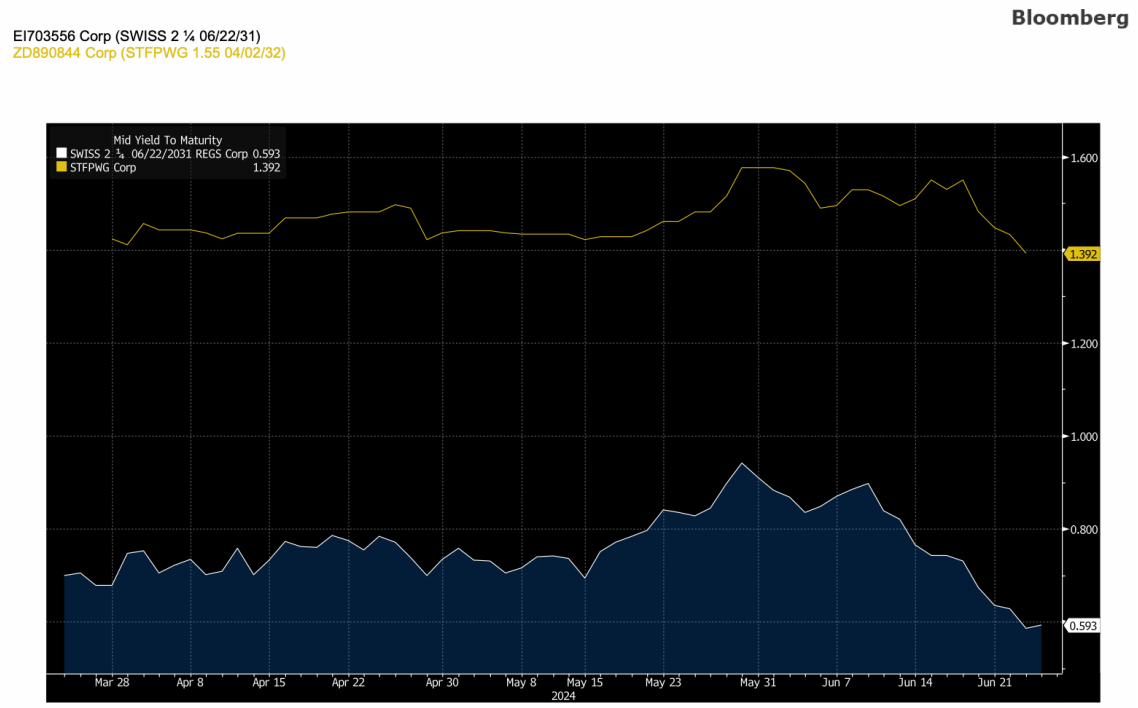


Abbildung 9: Vergleich Verfallrendite Anleihe PWG vs. Schweizer Bundesanleihe (Bloomberg, 2024)

[8] Die Prozentzahlen der ABZ und PWG sind nicht direkt vergleichbar. Bei ABZ bezieht sich die Wohnquote auf die erzielten Mieterträge. Bei PWG ist die Basis die total Anzahl Gebäudeeinheiten.

Anmerkung: Es gibt aktuell keine Schweizer Bundesanleihe mit einer gleichen Laufzeit wie die PWG-Anleihe. Die hier dargestellte Bundesanleihe läuft 7 Monate weniger lang. Vergleicht man die Verfallrendite der 8-jährigen Bundesanleihe (0.593%) mit einer 10-jährigen (0.569%), so ist die Differenz von lediglich 0.024% unbedeutend.

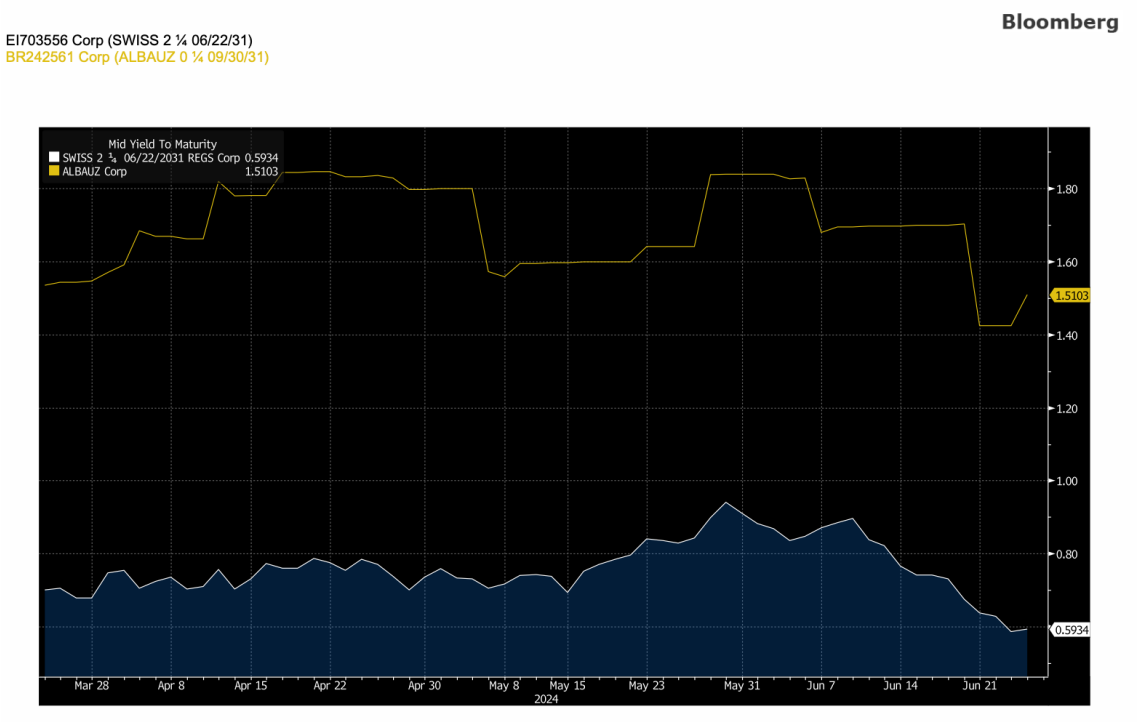


Abbildung 10: Vergleich Verfallrendite Anleihe ABZ vs. Schweizer Bundesanleihe (Bloomberg, 2024)

Es gibt eine Bundesanleihe (Verfallrendite 0,569%) mit ähnlicher Laufzeit (10 Jahre) wie die der ABZ (Verfallrendite 0,5934%). Der Renditeunterschied beträgt minimale 0,0244%. Für den Renditevergleich werden deshalb Verfallrenditen mit gleicher oder ähnlicher Duration wie die ABZ- und PWG-Anleihe gewählt.

Bei der PWG-Anleihe liegt die Verfallrendite gem. Abbildung 9 bei 1.392%, während die 7-jährige Bundesanleihe 0.593% beträgt. Der Renditespread bei der PWG beträgt somit 0.799%.

Die Verfallrendite der ABZ beträgt 1.5103% gegenüber 0.5934% bei der 7-jährigen Bundesanleihe. Investoren verlangen bei der ABZ einen Aufpreis von 0.9169%, da PWG als Stiftung der Stadt Zürich eine bessere Bonität aufweist.

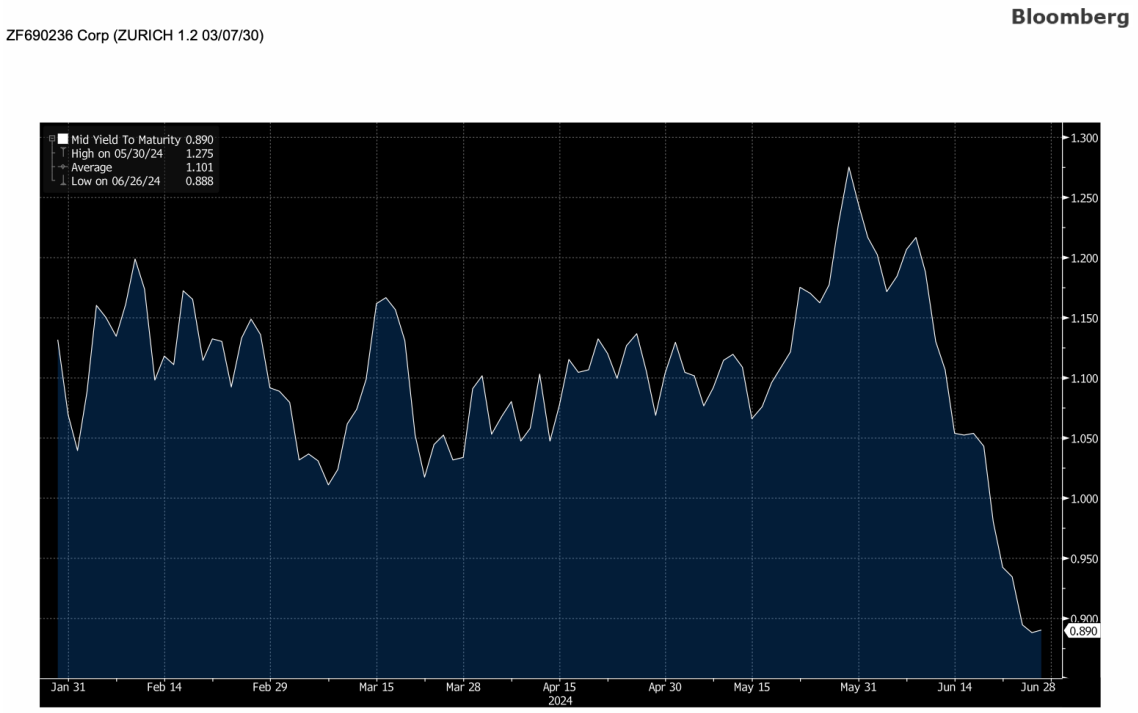
Der durchschnittliche generelle Liegenschaftszuschlag für ein Immobilienportfolio in der Stadt Zürich beträgt 0.858% und wird für die Stadt Zürich verwendet.

Für die Stadt Luzern ist eine solche Herleitung nicht möglich, da keine Luzerner Wohnbaugenossenschaft eine Anleihe emittiert hat. Laut Chat GPT weist die Stadt Zürich ein grösseres Immobilienmarktrisiko auf als Luzern, bedingt durch die höheren und volatileren Immobilienpreise (Chat GPT 4.0, kein Datum). Diese Einschätzung soll über den Kapitalmarkt verglichen werden. Da die Stadt Luzern im Vergleich zur Stadt Zürich keine Obligationen emittiert hat, werden die Kantone Zürich und Luzern anhand der Verfallrendite ihrer Anleihen verglichen.

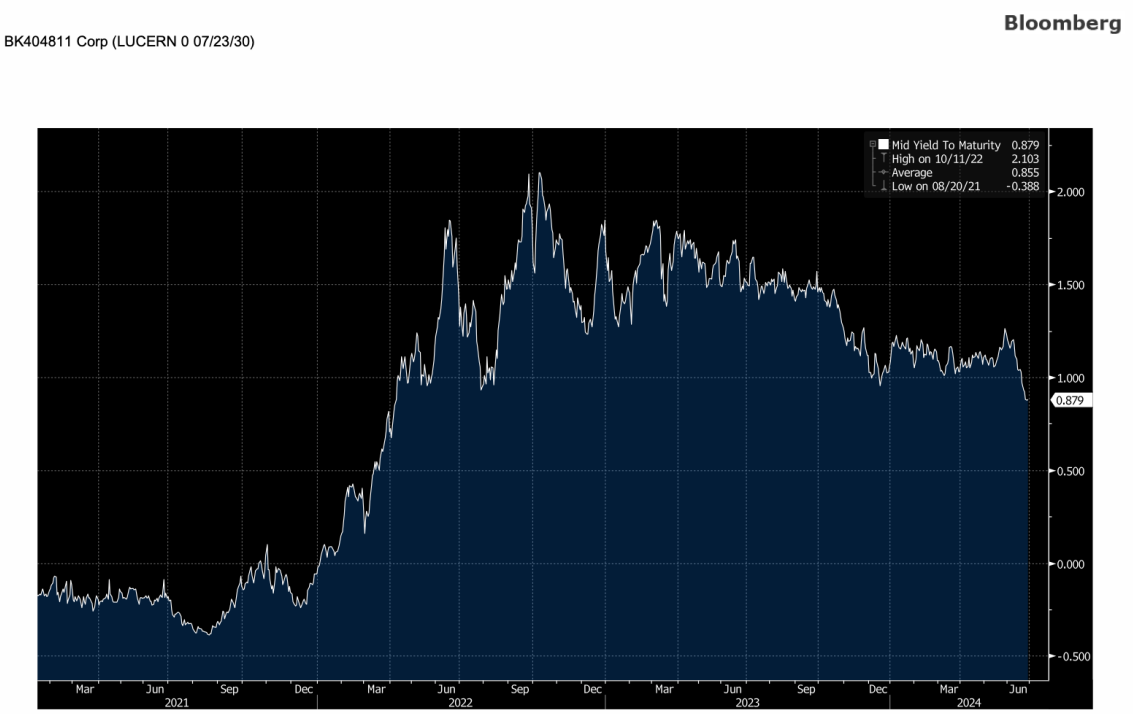
Die Anleihe des Kantons Zürich mit Laufzeit bis 07.03.2030 hat eine Verfallrendite von 0.890%, während die Anleihe des Kantons Luzern mit Laufzeit bis 23.07.2030 0.879% aufweist. Investoren stufen Luzern somit als leicht weniger riskant ein als Zürich.

Laut Lustat liegt die durchschnittliche Miete in Luzern bei CHF 1’320 pro Monat und in Zürich bei CHF 1’520, also rund 15% höher (Lustat Statistik Luzern, 2024). Bei Objekten zu Kostenmiete könnte das Risiko geringer sein, je grösser die Differenz zwischen Markt- und Kostenmiete ist. Diese Differenz dürfte in Zürich grösser ausfallen, da die Marktmieten im Vergleich zu den Kostenmieten höher sind.

Zwischen Zürich und Luzern dürfte kein wesentlicher Risikounterschied resultieren. Die Quantifizierung dieser Risikounterscheidung müsste jedoch genauer untersucht werden. Grundsätzlich könnte man das generelle Liegenschaftsrisiko R1 für Zürich und Luzern bei 0.858% einordnen.



Quelle: Bloomberg/LUKB



Quelle: Bloomberg/LUKB

Anhang 5: Wüest Dimensions Diskontsatz Zuschlagsmodell Stadt Luzern (Bankmodell)

Zuschlagsmodell (real) Detailliert

	Note	Berechnet	Wertebereich	Manuell	Zuschlag
Total (gerundet)		2.80			2.80
Wohnen		2.76			2.76
Büro		3.22			3.22
Lager		4.13			4.13
Parken innen		3.06			3.06
Basisniveau Risiko		0.15	0.15		0.15
Immobilienspezifischer ...		2.39	0.00 bis 3.25		2.39
Wohnen		2.35	0.00 bis 2.35		2.35
Büro		2.75	0.00 bis 2.75		2.75
Lager		3.25	0.00 bis 3.25		3.25
Parken innen		2.65	0.00 bis 2.65		2.65
Makrolage	4.71	0.08	0.00 bis 2.10		0.08
Wohnen	4.70	0.08	0.00 bis 1.10		0.08
Büro	4.80	0.11	0.00 bis 2.10		0.11
Lager	4.80	0.10	0.00 bis 1.90		0.10
Parken innen	4.80	0.08	0.00 bis 1.50		0.08
Intrakommunales Rating		0.00	Separates Mo...		0.00
Wohnen		0.02			0.02
Büro		-0.18			-0.18
Lager		0.26			0.26
Parken innen		-0.14			-0.14
Mikrolage		0.14	0.00 bis 0.40		0.14
Wohnen		0.13	0.00 bis 0.20		0.13
Büro		0.40	0.00 bis 0.40		0.40
Lager		0.30	0.00 bis 0.30		0.30
Parken innen		0.26	0.00 bis 0.40		0.26
Ertragsrisiko		0.00	0.00 bis 0.20		0.00
Wohnen		0.00	0.00 bis 0.10		0.00
Büro		0.08	0.00 bis 0.20		0.08
Lager		0.08	0.00 bis 0.20		0.08
Parken innen		0.00	0.00 bis 0.20		0.00
Objektqualität		0.03	0.00 bis 0.20		0.03
Wohnen		0.03	0.00 bis 0.10		0.03
Büro		0.07	0.00 bis 0.20		0.07
Lager		0.07	0.00 bis 0.20		0.07
Parken innen		0.06	0.00 bis 0.20		0.06
Objektgrösse		-0.01	-0.40 bis 0.00		-0.01
Wohnen		0.00	-0.40 bis 0.00		0.00

Quelle: Wüest Dimensions

Anhang 6: Wüest Dimensions Diskontsatz Zuschlagsmodell Kriens (Bankmodell)

Einstellungen

Teuerung	1.25 %		
Manuell	**Diskontierungssatz**	**Nettokapitalisierung Exit**	
	Nominal	4.79 %	Nominal 4.79 %
	Real	3.50 %	Real 3.50 %
Zuschlagsmodell	**Diskontierungs-/Kapitalisierungssatz**		
	Nominal	4.09 %	
	Real	2.80 %	

Flächenspiegel Informationen

Anzahl kommerzielle Mieter	1
Anteil kommerzieller Drittmieter	0.00 %
Konzentration kommerzieller Mieter	0.00
Durchschnittliche Mietvertragsdauer Geschäft	2.00
Maximale Laufzeit der kommerziellen Mietverträge	2

Zuschlagsmodell (real) Detailliert

	Note	Berechnet	Wertebereich	Manuell	Zuschlag
Total (gerundet)		2.80			2.80
Wohnen		2.80			2.80
Parken innen		3.20			3.20
Basisniveau Risiko		0.15	0.15		0.15
Immobilienspezifischer ...		2.35	0.00 bis 2.65		2.35
Wohnen		2.35	0.00 bis 2.35		2.35
Parken innen		2.65	0.00 bis 2.65		2.65
Makrolage	4.30	0.19	0.00 bis 1.50		0.19
Wohnen	4.30	0.19	0.00 bis 1.10		0.19
Parken innen	4.40	0.23	0.00 bis 1.50		0.23
Intrakommunales Rating		0.00	Separates Mo...		0.00
Wohnen		0.00			0.00
Parken innen		0.00			0.00
Mikrolage		0.05	0.00 bis 0.40		0.05
Wohnen		0.05	0.00 bis 0.20		0.05
Parken innen		0.10	0.00 bis 0.40		0.10
Ertragsrisiko		0.02	0.00 bis 0.20		0.02
Wohnen		0.02	0.00 bis 0.10		0.02
Parken innen		0.00	0.00 bis 0.20		0.00
Objektqualität		0.04	0.00 bis 0.20		0.04
Wohnen		0.04	0.00 bis 0.10		0.04
Parken innen		0.08	0.00 bis 0.20		0.08
Objektgrösse		0.00	-0.40 bis 0.00		0.00
Wohnen		0.00	-0.40 bis 0.00		0.00
Parken innen		0.00	0.00 bis 0.00		0.00
Ausnützungsreserven		0.00	0.00 bis 0.00		0.00
Wohnen		0.00	0.00 bis 0.00		0.00
Parken innen		0.00	0.00 bis 0.00		0.00
Entwicklungsprojekt		0.00	0.00 bis 0.00		0.00
Wohnen		0.00	0.00 bis 0.00		0.00
Parken innen		0.00	0.00 bis 0.00		0.00
Baurecht		0.00	0.00 bis 0.20		0.00
Eigentumsbeschränkung		0.00	0.00 bis 0.10		0.00
Zusatzposition		0.00	manuell		0.00

Quelle: Wüest Dimensions

Anhang 7: Experteninterview Dominik Bastianello

Experteninterview mit Dominik Bastianello, 25.07.2024, 10.00 bis 11.30 Uhr, am Sitz der Wohnbaugenossenschaften Schweiz, Regionalverband Zürich, Hofackerstrasse 32, 8032 Zürich

Persönliches Gespräch mit schriftlicher Erfassung der Antworten.

Einleitend zum Interview führte der Autor ein einleitendes Gespräch mit Dominik Bastianello (DB). Seitens DB stellt sich die Frage, für was bewertet man eine Genossenschaftsliegenschaft. Sein Einwand liegt in der Zweckdefinition. Einen Immobilienwert allein gibt es nicht. Eine Bewertung hat einen Zweck und je nach Zweck gibt es andere Werte. Daher müsse klar definiert werden, welchen Zweck die Bewertung haben soll. Gem. DB macht es i.d.R. keinen Sinn, eine Liegenschaft einer gemeinnützigen Wohnbaugenossenschaft zu bewerten, da die Liegenschaft unverkäuflich ist. Jedoch macht er ein Fragezeigen bezügl. Unverkäuflichkeit. Die Banken machen eine Bewertung, um ihre Risiken zu minimieren. DB ist der Meinung, dass die Bank im Worst Case eine solche Liegenschaft zum Marktwert verwerten könne und sie aus diesem Grund auch so bewerten solle. Würde im Sinne der Unverkäuflichkeit bzw. des Gebots des Spekulationsentzugs ein anderer gemeinnütziger Bauträger als Käufer einspringen, wären die Risiken der Bank wiederum gedeckt, da Zahlungsausstände zu übernehmen wären. Den Einsatz des WACC für die Bewertung sieht DB eher skeptisch. Jedoch können die Erkenntnisse der Masterarbeit und insbesondere der WACC-Berechnung nach seiner Meinung tendenziell in die Tragbarkeitsberechnung, wie sie die Banken bei Finanzierungen anwenden, einfliessen. Das würde den WBG auch sehr helfen.

Frage 1:

Sind die heute angewendeten Bewertungsverfahren (i.d.R. DCF oder Ertragswert) geeignet für WBG?

<u>Antwort:</u>

Ja, da im Worst Case die Bank Eigentümerin wird und diese nicht an statutarische Vorschriften gebunden ist.

Bei einer Genossenschaft wäre auch die Realwertermittlung angebracht, da sie selber keinen marktbasierten Schätzwert benötigt. Aber die Wertgrenze müsste das Marktniveau sein. Die Bank soll aber nicht den Buchwert oder Anlagewert übernehmen, sondern den Marktwert.

Frage 2:

Falls Sie einen Handlungsbedarf an der Wertermittlungsmethode sehen, was wäre das?

Antwort:

DB sieht das Problem nicht, da die Banken doch den Marktwert nehmen sollen.

Frage 3:

Wie müsste Ihrer Meinung nach die Wertermittlung von Liegenschaften gemeinnütziger Wohnbauträger nach dem Kostenmietmodell erfolgen?

Antwort:

Falls eine Wertermittlung nach Kostenmietmodell als sinnvoll betrachtet wird (DB stellt dies in Frage), wohl auf Basis der Kostenmieten und einem auf dem WACC basierten Kapitalisierungssatz.

Frage 4:

Und was müsste so ein Modell spezifisch berücksichtigen?

Antwort:

Wie unter Frage 2 erwähnt, wird das Modell zur Wertermittlung in Frage gestellt. Die Bankbewertung sollte nach dem Marktwert funktionieren.

Frage 5:

Was halten Sie von der Wahl des WACC anstelle einer CH-Bundesobligation als Basiszinssatz?

Antwort:

DB stellt die Frage, wie man die Erträge festsetzt → Marktmiete oder Kostenmiete? Die Bank ist nicht der Nutzer der Liegenschaft, sondern die Bankbewertung macht sie aus ihrer Optik, bzw. aus der Optik eines potenziellen Käufers im Falle einer notwendigen Verwertung, und darum sei eine Bewertung auf Basis Kostenmiete schon grundsätzlich in Frage zu stellen.

DB findet das dagegen für die Tragbarkeitsrechnung vernünftig, gerade wegen den div. Förderinstrumenten. Wenn die Fördergelder auslaufen oder seitens Bund/Kanton eingestellt werden, wäre es eventuell aber auch wieder sinnvoll, auf eine DCF-Bewertung zu wechseln. Solange sich die Geldflüsse nicht ändern, dann Ertragswert, ansonsten DCF.

Gemäss DB ist es bei einer Marktwertschätzung eine philosophische Frage, ob WACC oder eine 10-jährige Bundesobligation als Basiszins verwendet wird. Es müsste dasselbe Ergebnis resultieren, wenn die Bewertung aus Sicht des potenziellen Käufers gemacht wird. Bei einer Tragbarkeitsrechnung nach Kostenmietmodell: wenn eine WBG das Kapital nicht verzinst, dann sind Kosten des Eigenkapitals 0%. DB zieht den Vergleich bei der Bewertung eines Einfamilienhauses hinzu. Dort wird in der Bewertungspraxis der Wert des Eigenkapitals zu 0% eingesetzt. Eine WBG ist eine Mischform von Miete und Eigentum und daher könnte man das hier gleichbehandeln.

Frage 6:

Deckt der WACC nach Ihrer Meinung das generelle Liegenschaftsrisiko ausreichend ab?

Antwort:

Solange die Bankbewertung nach Kostenmiete unter Marktwert liegt, sieht DB kein Risiko. Liegt der Schätzwert darüber, ist die Frage, wie viel darüber. Ein institutioneller Investor würde diese Liegenschaft nicht kaufen, da er nicht auf Gewinn verzichten möchte. Allenfalls wäre dann aber im Worst Case noch eine andere WBG als möglicher Käufer absehbar. Entscheidend wäre, dass die Kostenmiete unter der Marktmiete zu liegen kommt (der Regionalverband Zürich der Wohnbaugenossenschaften Schweiz geht z.B. bei ihrer Wirtschaftlichkeitsprüfung für Neubauten von Kostenmieten maximal im 70% Quantil der Angebotsmieten aus). Dies würde es rechtfertigen, warum man die Bewertung auf Kostenmiete machen könnte. Es liegt aber im Ermessen der Bank zu entscheiden, ob sie das Risiko eingehen will, dass nur (und nicht zwingend) ein anderer gemeinnütziger Bauträger als Käufer in Frage kommt.

Frage 7:

Reichen nach Ihrer Einschätzung die Rückstellungen von 1% auf Basis der Gebäudeversicherungssumme aus, um den langfristigen Instandsetzungsbedarf zu decken?

Antwort:

1% reicht nach Meinung von DB. Das Problem liegt beim Steueramt, welches die Rückstellungen bei 15% deckelt. Hört man bei 15% auf, weitere Rückstellungen zu bilden, dann genügt dies für eine grosszyklische Sanierung nicht. Dies ist vor allem bei WBG mit nur einer Liegenschaft problematisch. Bei mehreren Liegenschaften sieht das anders aus, denn dort können WBG eher einen Weg finden, wie sie diese finanzieren.

Frage 8:

Ist der Markt nach Ihrer Meinung reif für einen neuen Bewertungsansatz für WBG?

Antwort:

Nein, da die Bewertung für die Bank nach Marktwert ausreichend ist. Bewertet man nach Marktwert, macht man alles richtig. Die Frage ist nur, was passiert für eine Bank, wenn es einen Kreditausfall gibt. Dann gehört die Liegenschaft der Bank und sie kann damit machen, was sie will, ohne Kostenmiete und Vorschriften der Unverkäuflichkeit.

Anhang 8: Experteninterview Bruno Meyer

Experteninterview mit Bruno Meyer (BM), 09.07.2024, 15.00 - 16.15 Uhr, am Sitz von Wohnen Schweiz, Obergrundstrasse 70, Luzern

Persönliches Gespräch mit Audioaufnahme.

Frage 1:

Sind die heute angewendeten Bewertungsverfahren (i.d.R. DCF oder Ertragswert) geeignet für WBG?

Antwort:

Ertragswertverfahren ok für die Überprüfung von Kennzahlen, aber für Finanzierungen nicht geeignet. DCF-Verfahren ist besser geeignet hierzu. Problematisch ist das Mietzinspotenzial, welches im Ertragswertverfahren nicht ausreichend berücksichtigt wird.

Frage 2:

Wie müsste Ihrer Meinung nach die Wertermittlung von Liegenschaften gemeinnütziger Wohnbauträger nach dem Kostenmietmodell erfolgen?

Antwort:

Unterscheidung Bestandesliegenschaften und Neubauten

Es müssten eigentlich zwei Bewertungen gemacht werden. Bei Bestandesliegenschaften, insbesondere sehr alten, ist das Kostenmietmodell nicht gleich anwendbar wie bei Neubauten. Es gibt Beispiele von Neubauten nach dem Kostenmietmodell, bei welchen die Mieten über der Marktmiete zu liegen kamen.

Frage 3:

Was müsste so ein Modell berücksichtigen?

Antwort:

Berücksichtigt werden müssen die Anlagekosten, insbesondere Land und Gebäude bei Neubauten. Bei Bestandesliegenschaften müssten andere Sätze genommen werden. Wichtig sind der Zustand, Lage und Ausstattung einer Immobilie. Das Mietzinspotenzial muss in die Bewertung miteinbezogen werden.

Anschlussfrage des Autors zum Mietzinspotenzial:

Weil die Miete auf dem Kostenmietmodell basiert, ist das Mietzinspotenzial stark limitiert. Inwiefern soll das Mietzinspotenzial berücksichtigt werden?

BM meint hierzu, dass die Banken das Mietzinspotenzial in ihrer Bewertung mitberücksichtigen sollten. Wohnen Schweiz als Finanzierungsverantwortlicher des Fonds de Roulement resp. FdR-Darlehen macht hier einen Unterschied. Sie machen eine Cashflow-Berechnung. Hierbei schaut man, wie weit kann eine WBG eine Finanzierung überhaupt tragen. Die Einnahmenseite wird auf 10 Jahre plus geplant und sämtliche Kosten inkl. Amortisationen werden ebenfalls berücksichtigt.

Frage 4:

Sehen Sie an der Wertermittlungsmethode, wie sie heute angewendet werden, einen Handlungsbedarf?

Antwort:

BM denkt, dass es Handlungsbedarf gibt, insbesondere weil die Liegenschaften von WBGs nicht handelbar sind resp. in den Statuten vielfach die Unverkäuflichkeit der Immobilien stipuliert ist. Wenn man in solch einem Fall eine Ertragswertbewertung macht, dann fällt der Schätzwert tiefer aus, als wenn eine Liegenschaft mit Marktmiete finanziert oder verkauft werden könnte.

Anschlussfrage des Autos: falls es einen Handlungsbedarf gibt, welchen?

Bei Banken greifen die Regulatorien. Banken können jedoch sogenannte Eception to Policy-Entscheidungen treffen. Wenn Banken höher finanzieren könnten oder dürften, müssen sie höhere Eigenmittel hinterlegen. BM findet, hier müsste man einen Ansatz suchen, damit die Banken weniger Eigenkapital hinterlegen müssen. In so einem Fall sollte man das Mietpotenzialwachstum einberechnen dürfen, was den Ertragswert und somit auch die Finanzierung erhöht. Die Banken könnten auch eine Zusammenarbeit mit der EWG oder FdR suchen. Bei EWG und FdR gibt es auch Amortisationsbedingungen, bei letzerem gibt es die Bedingung zu einer Amortisation bis max. innert 25 Jahre. Bei Banken muss die zweite Hypothek bei WBG innert 15 Jahren amortisiert werden. Das bedeutet für die WBG, dass die ersten 10 bis 15 Jahre finanziell ziemlich schwierig sind. Eine Angleichung wäre wünschenswert.

BM sieht den Handlungsbedarf auf der einen Seite bei den Banken resp. dem Regulator. Auf der anderen Seite, wenn bei der Liegenschaftsbewertung auf die Marktmiete abgestellt wird, dann ist er sich nicht sicher, ob es weiteren Handlungsbedarf gäbe. Eine zu

hohe Belehnung bringe auch zusätzliche Risiken und diese soll man nicht zu stark ausbauen. In den 90er Jahren hatte man einige Probleme mit WBG. Des Weiteren könne auch die öffentliche Hand ihre Unterstützung noch weiter ausbauen, insbesondere mit zinsgünstigen Darlehen.

Frage 5:
Was halten Sie von der Wahl des WACC anstelle einer CH-Bundesobligation als Basiszinssatz?

Antwort:

WACC anstelle Basisverzinsung könnte BM sich vorstellen. Er denkt, dass es hierbei Unterschiede zwischen Zürich und Luzern geben dürfte, da der Kanton Luzern aktuell die WBG nicht unterstützt. BM ist der Meinung, dass der Kanton Luzern die WBG zu wenig unterstützt.

Frage 6:
Deckt der WACC nach Ihrer Meinung das generelle Liegenschaftsrisiko ausreichend ab?

Antwort:

In der kurzen Frist wahrscheinlich ja, langfristig könnte das generelle Liegenschaftsrisiko nicht komplett abgedeckt sein, da die Preise in den letzten Jahren stark gestiegen sind. Schaut man Neubauten oder aktuelle Landpreise an, welche auf hohen Preisen beruhen, und würde nun eine Marktkorrektur kommen, ist BM nicht sicher, ob dieses Risiko adäquat einkalkuliert wäre.

Frage 7:
Reichen nach Ihrer Einschätzung die Rückstellungen von 1% auf Basis der Gebäudeversicherungssumme aus, um den langfristigen Instandsetzungsbedarf zu decken?

Antwort:

Wohnen Schweiz rechnet mit 0.8% der Neubaukosten ohne Land. Daher dürfte 1% ausreichen. Bei älteren Liegenschaften könnte es vielleicht eher knapp werden. Es gibt Beispiele von WBG, die zu tiefe Rückstellungen bilden.

Frage 8:
Ist der Markt nach Ihrer Meinung reif für einen neuen Bewertungsansatz für WBG?

Antwort:

Wenn es um Finanzierungen geht, dann ja. Insbesondere im aktuellen Umfeld, wo es zu wenig Wohnungen gibt. Vor allem aber auch für junge WBG oder solche, die in Berggebieten Neubauten machen wollen - von denen gibt es aktuell einige. Im Berggebiet fallen die Baukosten höher aus als in der Stadt, dafür ist die Bauzeit geringer. Solche Einflüsse müsste man gem. BM vermehrt berücksichtigen. Es dürfen keine Zweitwohnungen sein, sondern Erstwohnungen.

Anhang 9: Experteninterview Roger Blättler

Experteninterview mit Roger Blättler, Teamleiter Immobilienbewertung LUKB, 19.08.2024, 14.00 bis 15.30 Uhr, am Sitz der LUKB, Pilatusstrasse 12, 6003 Luzern

Persönliches Gespräch mit schriftlicher Erfassung der Antworten.

Frage 1:

Sind die heute angewendeten Bewertungsverfahren (i.d.R. DCF oder Ertragswert) geeignet für WBG?

Antwort:

Methodik ist korrekt. Dies wird seitens Regulator auch so vorgeschrieben.

Frag 2:

Falls Sie einen Handlungsbedarf an der Wertermittlungsmethode sehen, was wäre das?

Antwort:

kein Handlungsbedarf. Siehe Antwort 1.

Frage 3:

Wie müsste Ihrer Meinung nach die Wertermittlung von Liegenschaften gemeinnütziger Wohnbauträger nach dem Kostenmietmodell erfolgen?

Antwort:

Haltung LUKB: auf Grund der tieferen Miete im Vergleich zum Markt wird das Risiko im Kapitalisierungssatz reduziert. Die Frage, welche sich stellt, ist, ob das so genügend quantifiziert resp. differenziert wird.

Frage 4:

Und was müsste so ein Modell spezifisch berücksichtigen?

Antwort:

Die schwierige Frage ist, was ist der richtige Abschlag auf dem Diskontsatz bei einer Kostenmiete.

Frage 5:

Was halten Sie von der Wahl des WACC anstelle einer CH-Bundesobligation als Basiszinssatz?

Antwort:

Seitens LUKB haben wir keine Erfahrung mit der Anwendung des WACC. Der WACC ist stark abhängig von der Kapitalstruktur der WBG. Das wäre dann wie eine Verschmelzung von Immobilien- mit Unternehmensrisiken.

Frage 6:

Deckt der WACC nach Ihrer Meinung das generelle Liegenschaftsrisiko ausreichend ab?

Antwort:

Nein, der WACC selber nicht, da der WACC auf Unternehmensebene berechnet wird und nicht liegenschaftsbezogen.

Frage 7:

Reichen nach Ihrer Einschätzung die Rückstellungen von 1% auf Basis der Gebäudeversicherungssumme aus, um den langfristigen Instandsetzungsbedarf zu decken?

Antwort:

In der Regel ja

Frage 8:

Ist der Markt nach Ihrer Meinung reif für einen neuen Bewertungsansatz für WBG?

Antwort:

Der Markt ist offen für alles. Aber es soll effizient bleiben. Wenn man für ein neues Modell noch diverse Zusatzinformationen benötigt, wäre das Marktmietmodell in der Handhabung einfacher anwendbar und ohne Stolpersteine.

Frage 9:

Andere Banken bewerten Liegenschaften von WBG nach der Marktmiete. Was sind die Hintergründe, warum dies bei der LUKB anders praktiziert wird?

Antwort:

LUKB argumentiert dies über die Statuten und das Mietrecht, weil dort nicht einfach auf die Marktmiete abgestützt werden kann.

Frage 10:

Ist nach Ihrer Meinung eine Bewertung auf Basis Marktwert für solche Liegenschaften bei der LUKB umsetzbar?

Antwort:

Es ist zielführend, dass bankintern die Diskussion darüber angestossen wird. Man benötigt ein transparentes Handling.

Anhang 10: Übersicht Genossenschaften und Experteninterview

An der Umfrage nicht teilgenommen haben

- Wohn- und Siedlungsgenossenschaft Höngg
- Wogeno Luzern
- Baugenossenschaft Reussbühl

	Allg. Baugenossenschaft Zürich	**Baugenossenschaft Rotach**	**Allgemeine Baugenossenschaft Luzern**
Interview	**Teilnahme: Alexander Herzog**	**Teilnahme: Jürg Aebli**	**Teilnahme: Armando Wigger**
1) Wenden Sie das Zürcher Kostenmietmodell oder ein anderes an?	Zürcher Kostenmietmodell	Zürcher Kostenmietmodell	Eigenes Modell, welches sich jedoch stark an das Zürcher Kostenmietmodell anlehnt. Neben den Kapitalkosten, Baurechtszinsen, Betriebs- und Verwaltungskosten werden auch die Zuweisung in den Erneuerungsfonds, Abschreibungen und Berücksichtigung von Unternehmensrisiken berücksichtigt. Mieten werden alle 5 Jahre neu berechnet
2) Falls Sie das Kostenmietmodell anwenden, auf alle Liegenschaften oder vereinzelte? Falls vereinzelte, wie hoch ist der ungefähre Anteil in % der Immobilienanlagekosten?	alle	alle	aktuell nur auf Neubauten. Ab 2025 Umstellung auf alle Liegenschaften
3) wie unterhalten Sie das Immobilienportfolio —> nur das allernötigste, Liegenschaften werden ordentlich instandgehalten, leicht überdurchschnittliche Instandhaltung, Liegenschaften werden laufend gut/sehr gut unterhalten	Liegenschaften werden laufend gut/sehr gut unterhalten	Liegenschaften werden laufend gut unterhalten	Liegenschaften werden laufend gut unterhalten
4) Wie erfassen sie die Instandhaltungskosten --> pro Liegenschaft oder pauschal über das gesamte Portfolio?	pro Liegenschaft	pro Liegenschaft	pauschal
4a) Falls die Instandhaltungskosten pauschal abgerechnet werden, mit was für Kostenparametern rechnen sie (z.B. Benchmarkwerte, pro m2 etc.)?	Antwort siehe Frage 4	Antwort siehe Frage 4	CHF 17.- pro NWF (inkl. Aussenraum)
5) Macht es aus ihrer Optik Sinn, die Instandhaltungskosten pro Liegenschaft zu erfassen?	ja	keine Antwort	keine Antwort
6) Wie rechnen sie die Instandhaltungskosten ab?	Aktivierungsfähige Instandhaltungskosten werden Aktiviert und fliessen in die Kostenmiete ein; Nicht-Aktivierungsfähige Instandhaltungskosten sind Aufwand in der laufenden Periode	keine Antwort	Wir führen eine Kostenrechnung und die direkt zuweisbaren Kosten werden pro Siedlung erfasst
7) Wie hoch ist ihre jährliche Einlage in den Erneuerungsfonds, sofern sie einen führen?	1% vom Gebäudeversicherungswert	1% vom Gebäudeversicherungswert	1 % des Anlagewertes des Gebäudes ohne Land
7a) Deckt diese Einlage langfristig die Instandsetzungskosten?	Ja, wir schreiben auch über 100 % ab	Nein, auf Grund des Deckels von 15 % nicht ausreichend	Die Einlage sollte reichen. Es ist auch eine Frage, wie man bei der Gesamterneuerung die Verteilung zwischen Wertvermehrung und Werterhaltung vornimmt
7b) Falls nein, wie hoch müsste nach Ihrer Meinung die Einlage in den Erneuerungsfonds sein?	Antwort siehe Frage 7a	Frage kann nicht beantwortet werden	Antowrt siehe Frage 7a
8) Sind nach ihrer Auffassung die Instandsetzungskosten und die Rückstellungsaufwendungen gleichzusetzen oder würden sie diese in einem Diskontsatzmodell als unterschiedliche Werttreiber erfassen?	Instandsetzungskosten sind für uns Erfolgsrechnung relevante Aufwendungen, Erneuerungsfond = Rückstellung = erhöht den Mietzins in der Kostenmiete; daher: sind zwei unterschiedliche Wertetreiber	keine Antwort	Rückstellungen sind bei uns im Erneuerungsfonds - wir machen keine anderen Rückstellungen. Weil der Erneuerungsfonds nicht verzinst wird, basiert er bei uns auf den historischen Werten. In unserer Berechnung gehen wir aber davon aus, dass die 1 % auch die Kostenentwicklung berücksichtigt.
9) Was unterscheidet Rückstellungen von Instandsetzungskosten	Antwort siehe Frage 8	Die Einlagen in den Erneuerungsfonds (Rückstellungen) werden zur Finanzierung der Instandsetzung vorgenommen	Antwort siehe Frage 8

10) Wie müsste nach Ihrer Meinung die Wertermittlung von Liegenschaften gemeinnütziger Wohnbauträger erfolgen?	über die Einschätzung von professionellen Dritten wie IAZI oder Wüest Partner	keine Antwort	Es kommt darauf an, welchen Wert sie meinen. Grundsätzlich: die Genossenschaften halten ihre Liegenschaften im Bestand. Wenn und soweit sie ein Objekt abstossen, sind sie grundsätzlich frei in der Preisbestimmung. Mit Blick auf "Preisgünstigkeit" ist es meines Erachtens wichtig, dass die Liegenschaft zum Verkehrwert unter Marktbedingung bewertet wird - auch wenn sie auf Grund der Kostenmiete tiefere Erträge erzielt. Ob dies nun durch Anpassung der Erträge (auf Marktniveau) oder bei der Berücksichtigung des Kapitalisierungssatzes (die Genossenschaften sind zwischen 10%-20% tiefer bei den Mieten) geschieht, bleibt offen
11) Was für einen Handlungsbedarf sehen Sie an der Wertermittlungsmethode, wie sie aktuell angewendet wird?	Wie ist der Einfluss des Ratings (bei uns: ZKB und Fedafin) und eines ESG auf die Bankmarge? Eine ABZ hat 70% der Liegenschaften in der Stadt Zürich und 30% im Kanton Zürich. Deshalb werden wir als "GRE" (Government Related Entity) betrachtet. Vor allem in der Stadt Zürich herrscht Wohnungsmangel. Die Stadt Zürich ist grösster Anteilseigner der ABZ und hat einen Vorstandssitz -> derzeit undenkbar, dass die Stadt Zürich (oder der Kanton Zürich) die ABZ - im worst case szenario - fallen lassen würde und dass 58 Siedlungen und rund 5'100 Wohnungen verkauft würden. Die Stadt Zürich hält am Drittelsziel fest. Und die Schweiz wächst (10 Mio. Schweiz). Und die meisten dieser neuen Million Menschen wollen in der Stadt/Kanton Zürich wohnen, nicht im Jura oder Nidwalden	Da wir bis heute keine Schwierigkeiten hatten, die gewünschten Finanzierungen zu erhalten, hat sich diese Frage eigentlich nicht gestellt. Entsprechend habe ich nicht ernsthaft darüber nachgedacht	Antwort siehe Frage 10
12) Auf was müsste eine Wertermittlungsmethode für Liegenschaften nach dem Kostenmietmodell nach ihrer Meinung nach Rücksicht nehmen?	Antwort siehe Frage 11	Antwort siehe Frage 11	Bei der Anwendung der Kostenmiete sind Mietzinsanpassungen bei Kostensteigerungen im Grundsatz möglich. Daher ist auch die Tragbarkeit, z.B. bei 5 %, meines Erachtens zu überprüfen. Die Mieten entsprechen jeweils den aktuellen Zinsbedingungen.
13) sehen Sie in der Herleitung eines spezifischen Diskontsatzmodells für gemeinnützige Wohnbauträger nach dem Kostenmietmodell einen Nutzen/Mehrwert?	Sofern die gemeinnützigen Wohnbauträger dadurch zu günstigerem FK kommen: Ja	Antwort siehe Frage 11	Das kann ich mir sehr gut vorstellen. Wie oben erwähnt, sollte der Diskontsatz anders sein

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema «Herleitung eines risiko-/renditebasierten Diskontierungssatzes für gemeinnützige Wohnbauträger nach dem Kostenmietmodell – eine Analyse von Zürcher und Luzerner Wohnbaugenossenschaften» selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe.

Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, habe ich in jedem einzelnen Falle durch Angabe der Quelle (auch der verwendeten Sekundärliteratur) als Entlehnung kenntlich gemacht.

Die Arbeit hat in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegen und wurde auch noch nicht veröffentlicht.

Zürich, den 30. August 2024

Sandro Gort