

September 1998

Mietzinsgestaltung und Finanzierung der Erneuerungs- investitionen bei Wohnimmobilien

Silvio Graf, Dr. oec. publ, Zürcher Hochschule Winterthur
Daniel Sager, MSE, Senior Economist, Credit Suisse Economic Research Zürich

Unter Mitwirkung der Studenten:

Matthias Boss

Rolf Kunz

Benedikt Reifler

Reto Schönholzer

Vorwort

Nach einem letzten Höhepunkt der nachfrageinduzierten Anspannung auf dem Mietwohnungsmarkt in den späten achtziger Jahren hat der Konjunktureinbruch 1991 und die darauffolgende sechsjährige wirtschaftliche Stagnation die Situation auf dem Immobilienmarkt drastisch verändert. Der lendemain de fête bereitet in der Schweiz nicht nur den Immobilieneigentümern sondern auch dem Gesetzgeber Kopfzerbrechen.

Während in der Vergangenheit bei steigenden Liegenschaftspreisen Erwerb und Besitz von Immobilien beinahe risikolos zum wirtschaftlichen Erfolg führten, da auch ein Objekt mit tiefer Bruttorendite aufgrund der Wertsteigerung irgendwann zur Rentabilität fand, ist heute davon auszugehen, dass die stillen Reserven bei einem guten Teil der Liegenschaften aufgebraucht sind. Eine Finanzierung von Erneuerungsinvestitionen über eine Erhöhung der hypothekarischen Verschuldung ist nicht mehr ohne weiteres möglich. Im Gegenteil, aufgrund notwendiger Anpassungen der Belehnung an die neuen Marktverhältnisse wurden die Liquiditätsprobleme vieler Eigentümer zusätzlich erhöht. Gleichzeitig ist das Überwälzen der jetzt zusätzlich notwendigen Abschreibungen und Rückstellungen durch die aktuelle Marktsituation als auch durch das Mietrecht in Frage gestellt.

Eigentümer, welche von falschen Erwartungen ausgegangen sind, bezahlen dies nun mit Ertragsminderungen, Kapitalverlusten und der Verdrängung aus dem Markt. Davon zeugen die zahlreichen Schlagzeilen über Konkurse und die Verluste der Banken im Kreditgeschäft. Gewinner sind die Mieter, welche vermehrt ihre Präferenzen durchsetzen und allenfalls gar mit günstigeren Angeboten rechnen können.

Der Staat, welcher mit der umfassenden Reglementierung des Marktes die Mieter in der Hochkonjunkturphase zu schützen versuchte, steht dieser neuen Situation relativ hilflos gegenüber. Die von ihm geschaffenen Instrumente erzielen in einer Periode stabiler Preise nicht unbedingt die gewünschte Wirkung. Möglicherweise verhindern sie sogar die schnelle Anpassung des Marktes an die neuen Verhältnisse.

Mit dem vorliegenden Bericht wird versucht, diese Problematik einzufangen. Die Hauptfrage, ob und wie die Eigentümer von Wohnliegenschaften heute den Erneuerungsbedarf finanzieren können, versuchen wir durch zwei verschiedene Ansätze zu beantworten. Einerseits gibt eine Umfrage unter institutionellen Anlegern in der Ostschweiz Aufschluss über die Einschätzung professioneller Eigentümer, andererseits versuchen wir anhand eines Modells für den Kanton Zürich die Situation privater Eigentümer abzuschätzen. Die Resultate der Umfrage wurden ausserdem mit Experten erörtert. Beide Ansätze zusammen ergeben ein konsistentes Bild darüber, ob die notwendige Erneuerung des Liegenschaftsbestandes gefährdet ist oder nicht.

Die Resultate dienen als Entscheidungsgrundlage dafür, wo sich allenfalls staatlicher Handlungsbedarf ergibt. Ausserdem kann aufgezeigt werden, welchen Anhaltspunkten weiter nachgegangen werden soll, um konkrete Vorschläge für eine effiziente Bundespolitik auf dem Mietwohnungsmarkt zu formulieren.

Für die uns zur Verfügung gestellte Zeit und das uns entgegengebrachte Wohlwollen möchten wir uns an dieser Stelle bei allen Interviewpartnern und Experten, aber auch bei den Vertretern des Bundesamtes für Wohnungswesen, Herrn Dr. P. Gurtner und Herrn Dr. E. Hauri, bedanken.

Zürich und Winterthur, im September 1998

Silvio Graf & Daniel Sager

Inhaltsverzeichnis

	<i>Kurzfassung</i>	<i>1</i>
<i>1</i>	<i>Einleitung</i>	<i>5</i>
<i>2</i>	<i>Wohnungsmarkt</i>	<i>7</i>
<i>3</i>	<i>Grundzüge des Miet- und Steuerrechts (pro memoria)</i>	<i>10</i>
<i>4</i>	<i>Rentabilität, Cash Flow und Finanzierungsmöglichkeit von Investitionen in Wohnimmobilien - ein Modell</i>	<i>13</i>
<i>5</i>	<i>Eine Umfrage bei institutionellen Anlegern und Verwaltungen</i>	<i>26</i>
<i>6</i>	<i>Die Expertenmeinung</i>	<i>37</i>
<i>7</i>	<i>Fazit</i>	<i>51</i>
	<i>Literaturverzeichnis</i>	<i>59</i>
<i>A</i>	<i>Anhang</i>	<i>61</i>

Kurzfassung

Eine Analyse der Entwicklung auf dem Mietwohnungsmarkt in Kapitel 2 zeigt grob, wo die Probleme auf dem schweizerischen Immobilienmarkt liegen. Die extreme Übertreibung der Boden- und Liegenschaftspreise, aber auch der starke Anstieg der Hypothekarzinsätze im Jahre 1990 musste sich in der Folge negativ auf die Finanzkraft der damaligen Käufer auswirken. Diese Vermutung wird in der vorliegenden Untersuchung bestätigt und genauer eingegrenzt. Dies geschieht einerseits mit Hilfe eines Investitionsmodells, andererseits über die Befragung von Unternehmen und Experten.

Modellmässige Beschreibung von Rendite, Cash Flow und Finanzierung

Inflation und Rentabilität

Nach einem kurzen Überblick über das geltende Miet- und Steuerrecht in Kapitel 3 wird in Kapitel 4 anhand stilisierter Beispiele die Wirkung von Inflation und Desinflation auf die Rentabilität von Investitionen in Wohnliegenschaften aufgezeigt. Das Resultat ist abhängig von der Finanzierungsstruktur. Im Rahmen des Schweizer Rechts ist die Auswirkung auf die Rentabilität grösser, wenn es sich um eine stark fremdfinanzierte Liegenschaft handelt, als wenn die Liegenschaft vollständig mit Eigenkapital finanziert wurde. Gleichzeitig erweist sich, dass sich mit höherer Teuerung auch höhere reale Renditen erzielen lassen.

Finanzierungsprobleme

Probleme ergeben sich für jene Eigentümer, die in Erwartung zukünftiger Liegenschaftspreissteigerungen mittels hoher Fremdfinanzierung gekauft haben und vom scharfen Rückgang der Preise überrascht wurden. Sie haben zuwenig Spielraum für genügend hohe Abschreibungen und geraten in einen Finanzierungsengpass. Dies gilt nach dem verwendeten Modell für Liegenschaften, die in den Jahren 1989-90 erworben worden sind und für welche die Cash Flows bis 1992 negativ sind. Das Modell zeigt aber auch, dass sich im Rahmen der darauffolgenden desinflationären Phase wieder etwas Substanz für Erneuerungen bilden liess, was bei diesen Objekten allerdings nicht ausreicht. Bei Objekten die 1988 und 1991 gekauft wurden, machen sich zeitweise ebenfalls negative Cash Flows bemerkbar. In diesen Fällen reicht aber die nachfolgende Erholung zur ausreichenden Finanzierung der Erneuerung aus.

Quantifizierung der Problemfälle

Aufgrund der Entwicklung der wesentlichen Einflussgrössen ergibt sich im Rahmen des geltenden Rechts, dass etwa 2.3 % des Zürcher Immobilienbestandes von Problemen bei der Erneuerung betroffen sein könnten. In Tat und Wahrheit dürften aber auch 1988 und 1991 gekaufte Objekte noch Probleme haben, da die Belehnungsgrenzen deutlich gesunken sind und die Banken teilweise auf der Rückzahlung der Kredite beharren. Ausserdem wäre es von grossem Interesse zu wissen, wie natürliche Personen mit dem Liegenschaftsertrag umgehen und wieviel die Liegenschaftsbesitzer tatsächlich in einen Erneuerungsfonds legen, um bei Bedarf wieder liquide zu sein. Zählt man schliesslich noch die durch Leerstand besonders betroffenen neugebauten Immobilien von Beginn der neunziger Jahre zum Resultat hinzu, so könnte sich der Prozentsatz effektiv betroffener Liegenschaften auch auf rund 10% belaufen.

Mietzinsgestaltung und Kostenmanagement - Resultate einer Umfrage und aus Experteninterviews

Die Resultate der Umfrage unter institutionellen Immobilienhaltern in Kapitel 5 und die Antworten der Fachleute in Kapitel 6 zeigen, dass die Rückbildung der Inflationsrate und die Abnahme der Liegenschaftspreise für die befragten Unternehmen primär ein buchungstechnisches Problem ist. Dies ist allenfalls wichtig für die Rentabilität, nicht aber ein Grund für Finanzierungsschwierigkeiten. Erstaunlich ist bei den befragten Unternehmen, dass die Preisschwankungen auf dem Liegenschaftsmarkt nur beim Erwerb eine wichtige Rolle spielen, für den passiven Bestand und die damit zusammenhängende Kalkulation aber irrelevant scheinen. Dies lässt sich durch die hohe Eigenkapitalfinanzierung der meisten Immobilien, welche in diese Untersuchung eingingen, erklären. Eine Ausnahme bilden dabei die Genossenschaften und die natürlichen Personen, welche bekanntlich in viel höherem Masse fremdfinanziert sind. Letztere machen immerhin zwei Drittel der Wohnungen in der Schweiz aus und wurden in dieser Arbeit nur modellmässig erfasst.

Die hohen Liegenschaftspreise der späten achtziger Jahre haben zwar die Bruttorendite auch bei institutionellen Anlegern gedrückt, doch hat sich daraus keine allgemeine Finanzierungslücke ergeben, da die Mieterträge 1989 - 93 markant und in den Folgejahren abgeschwächt zunahmen.

Unterhalt

Der Unterhalt hat nicht zuletzt wegen der stärkeren Stellung, welche die Mieter heute auf dem Markt innehaben, nicht unwesentlich zugenommen. Die Vermietung scheint schwieriger geworden zu sein. Eine Wohnung muss schneller renoviert werden, die Verhandlung mit den Mietern bei Wechseln sind härter geworden und es muss bei der Wiedervermietung mehr Überzeugungsarbeit geleistet werden. Diese Aufwendungen korrelieren eng mit dem Leerwohnungsbestand.

Abschreibung und Risikoprämie

Abschreibungen und Risikoprämien - dies bestätigen alle Experten - sind angesichts der in naher Zukunft ausbleibenden Liegenschaftsgewinne, der auf hohem Niveau verharrenden Leerstände und der mit Unsicherheit behafteten Mieterträge zu erhöhen. Dies geht aus den Kalkulationsunterlagen nicht hervor, was auch mit der Abschreibungspraxis, die sehr unterschiedlich ist, zusammenhängt. Die Kalkulation der befragten Unternehmen hat sich in den neunziger Jahren nicht wesentlich geändert, die Abschreibungs- und Rückstellungshöhe ist über weite Strecken die gleiche wie zu Zeiten des Immobilienbooms geblieben. Mit einer Ausnahme: Die Genossenschaften haben die tiefen Zinsen zum Anlass genommen, um ihre Rückstellungen zu erhöhen. Diese Konstanz in den Kalkulationsgrundlagen spricht für den langfristigen Planungshorizont der betroffenen Eigentümer, ist aber auch Resultat einer Mischkalkulation, welche Fehlinvestitionen verdeckt. Angesichts der Tatsache, dass über den gesamten Immobilienbestand heute die Liegenschaftswerte immer noch um etwa 100 % höher liegen dürften als 1980, ist dies auch nicht weiter erstaunlich. Je stärker das Unternehmen sich am Markt befindet (Fonds, Generalunternehmer), desto professioneller ist die Kalkulation und desto eher kommen allfällige Fehlinvestitionen ans Tageslicht.

Finanzierungskosten

Ein wichtiger Aspekt, der in dieser Studie von keiner Seite angesprochen wurde, sind sicher die Finanzierungskosten, welche in den letzten Jahren sehr stark gesunken sind und den Immobilienbesitzern eine markante Erhöhung des Cash Flows beschert haben. Die Fremdfinanzierung von Institutionellen erfolgt heute mehrheitlich über den Geldmarkt. Ohne Absicherung liegt der Satz für eine derartige Hypothek Ende 1998 unter 2,5 % (0,5 % - 0,75 % über LIBOR). Dieser tiefe Satz muss auch nicht an die Mieter weitergegeben werden und hat somit einen positiven Einfluss auf die Finanzierung von Erneuerungsinvestitionen.

Strategien der Immobilieneigentümer zur Hebung der Rendite

Was tun die befragten Institutionellen angesichts des erhöhten Vermieterisikos und ausbleibender Kapitalgewinne?

Angesichts der starken Mietpreissteigerung zu Beginn der neunziger Jahre sind sie noch zu keinen markanten Änderungen ihres Verhaltens gezwungen worden. Aus den Antworten ergeben sich eine erstaunliche Konstanz bei den Abschreibungen und Rückstellungen gegenüber den achtziger Jahren sowie eine höhere Zurückhaltung beim Neuerwerb von Liegenschaften. Immobilien mit erhöhten Risiken werden vermehrt verkauft bzw. in Eigentumswohnungen umgewandelt.

Die in der Hochpreisphase erworbenen Liegenschaften erbringen nicht den benötigten Cash Flow. Höhere Mieterträge wären hier dringend erwünscht, lassen sich aber am Markt nicht durchsetzen. Der Wille zu höheren Risikoprämien und Abschreibungssätzen zeigt sich vor allem bei Akquisitionen. Die Bruttorenditen, die heute als Grundlage von Liegenschaftskäufen und -verkäufen unterlegt werden, sind höher als während des Booms und sicher auch marktkonformer.

Soll in Zukunft die Segmentierung des Marktes in Alt- und Neubauwohnungen nicht wieder verstärkt auftreten, müssen die Mieten tendenziell und langfristig an die Marktmieten herangeführt werden können. Diesem Ansinnen steht heute das Mietrecht zum Teil entgegen.

Ruf nach einem marktgerechteren Mietrecht und einem eigentumsfreundlicheren Steuerrecht

Einzelne Regelungen im geltenden Miet- und Steuerrecht und noch mehr die geltende Mietrechtspraxis sind nach Ansicht der Betroffenen wenig geeignet, die aktuelle Situation der Immobilienbesitzer angemessen zu erfassen. Vier mietrechtliche und zwei steuerrechtliche Sachverhalte stehen dabei im Vordergrund.

Mietrechtlich:

1. Der bei der Nettomethode zur Anwendung kommende angemessene Zins zur Beurteilung missbräuchlicher Mietzinse berücksichtigt Abschreibungen und Risikoprämie nicht.
2. Die praktische Handhabung der 50-70 % Regel durch die Gerichte ist möglicherweise zu restriktiv.
3. Die praktischen Anforderungen, um die Orts- und Quartierüblichkeit geltend zu machen, sind durch ein einfacheres Verfahren zu ersetzen.
4. Die Möglichkeit zur Weitergabe erhöhter Abschreibungen in desinflationären Zeiten sollte allenfalls als neues Kostenelementen im Mietrecht Berücksichtigung finden.

Steuerrechtlich:

1. Den privaten Liegenschaftseigentümern fehlen Abschreibungsmöglichkeiten oder Pauschalen, welche der beschleunigten Entwertung von Liegenschaften und den erhöhten Leerstandsrisiken Rechnung tragen.
2. Die Korrektur der Ertrags- und Kapitalfaktoren bei Aktiengesellschaften und Genossenschaften sollte bei Genossenschaften keine Anwendung finden.

Fazit

Die spekulative Übertreibung in den Jahren 1988 - 91 hinterlässt heute ihre Spuren. Die Bereinigung dürfte unseres Erachtens in der Zukunft aber ohne allzu grosse Einbussen bei der Liegenschaftserneuerung vonstatten gehen. Eine Lockerung des Miet- und Steuerrechts kann bei der notwendigen Bereinigung nur wenig Erleichterung verschaffen.

Dass das geltende Mietrecht jedoch ganz allgemein, nicht nur im Hinblick auf die von der Krise betroffenen Liegenschaften, revisionsbedürftig ist, zeigt die vorliegende Studie hinlänglich. Ein entsprechender gesetzgeberischer Kraftakt in Richtung einer effizienteren Wohnraumbewirtschaftung könnte allen Eigentümern, letztlich aber auch den Mietern, zugute kommen.

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage und Zielsetzung

Inflation und Desinflation bringen nicht nur Verteilungseffekte mit sich, sondern beeinflussen nachweislich auch die Allokation der Ressourcen. Der Übergang von einer allgemeinen Teuerung von über 5% zu Beginn der neunziger Jahre zu stabilen Preisen am Ende dieses Jahrzehnts war begleitet von starken relativen Preisverschiebungen. Die Mieten, welche in den achtziger Jahren mit 58% wesentlich stärker gestiegen waren als das allgemeine Preisniveau mit 35%, begannen in den Jahren 93-98 zu stagnieren. Die Liegenschaftspreise stürzten zu Beginn des Jahrzehnts ein und auch die Baukosten bildeten sich seit 1990 markant zurück. Gleichzeitig durchlebte die Gesamtwirtschaft von 1991 bis 1997 die längste Stagnationsphase seit dem letzten Weltkrieg.

Unter derart dramatischen Veränderungen der Rahmenbedingungen ist auch eine Verhaltensänderung der Teilnehmer in den entsprechenden Märkten zu erwarten. Im vorliegenden Fall müssen die Immobilienbesitzer ihre Kalkulationsgrundlagen überprüfen und den neuen Gegebenheiten Rechnung tragen.

Das Bundesamt für Wohnungswesen hat die möglichen negativen Auswirkungen dieser Entwicklung früh erkannt, und einen entsprechenden Forschungsauftrag an die Zürcher Hochschule Winterthur mit folgendem Ziel vergeben:

“Vor dem Hintergrund der erwähnten und allenfalls weiterer Rahmenbedingungen ist in einer ersten Phase abzuklären, inwiefern die Grundeigentümer heute noch in der Lage sind, die Finanzierung der notwendigen Unterhalts- und Erneuerungsarbeiten zu erwirtschaften.

Wird in dieser Situationsanalyse eine mangelnde Finanzierungskraft festgestellt, wäre in einer zweiten Phase allenfalls abzuklären, welche Gründe dafür verantwortlich sind. Hier dürften aus heutiger Sicht die folgenden drei Faktoren im Vordergrund stehen:

- *Die konjunkturellen Verhältnisse (hier insbesondere die zunehmenden Vermieter Risiken, aber auch die fallenden Baukosten und die damit zusammenhängenden Abschreibungen auf der bestehenden Bausubstanz).*
- *Der Übergang zu einer inflationsfreien Wirtschaft.*
- *Die geltenden miet- und steuerrechtlichen Regulierungen.”*

Um ihrem neuen Forschungsauftrag, welcher ihr im Zuge des Upgradings auferlegt wurde, im gewünschten stärkeren Masse nachkommen zu können, hat sich die Schule um diesen Auftrag beworben. Im Rahmen der Fachhochschulbildung ist sie darauf angewiesen, vermehrt auch Forschungsaufträge von der öffentlichen Hand zu erhalten. Für solche Aufträge ist sie insbesondere auch deshalb prädestiniert, weil sie auf die Mitarbeit von Studenten im Rahmen ihrer Gruppendiplomarbeit zählen und damit relativ kostengünstig auch aufwendigere Feldarbeit in die Untersuchung integrieren kann.

1.2 Vorgehen und Aufbau der Arbeit

Die vorliegende Arbeit basiert auf zwei Pfeilern. Einerseits wird anhand eines einfachen ökonomischen Modells versucht, die wichtigsten Einflussfaktoren auf den Cash Flow, die Rendite und die Finanzierungsmöglichkeit von Liegenschaftsbesitzern zu beschreiben und deren aktuelle Wirkungsweise anhand der vergangenen Entwicklung zu schätzen. Andererseits werden die Eigentümer von Immobilien über ihre Situation und ihr Verhalten befragt, und die Resultate mit Experten diskutiert.

Nach einer kurzen Beschreibung der Entwicklung des schweizerischen Immobilienmarkts während der späten achtziger und in den neunziger Jahren in Kapitel 2 und einer knappen Übersicht über die einschlägigen miet- und steuerrechtlichen Regelungen in Kapitel 3 werden in Kapitel 4 die theoretischen Grundlagen zur Berechnung von Cash Flow, Rendite und Finanzierungsmöglichkeit eines Investors hergeleitet, um insbesondere die Inflationseffekte besser zu verstehen. Das Modell soll die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Mietpreisbildung enthalten sowie miet- und steuerrechtliche Restriktionen mit berücksichtigen. Mit seiner Hilfe können die veränderten Rahmenbedingungen eingefangen und deren Auswirkungen in bezug auf die Finanzierung von Erneuerungsarbeiten für die Entwicklung seit 1985 simuliert werden. Das Modell berücksichtigt zwei verschiedene Finanzierungsvarianten und lässt damit Rückschlüsse auf besonders gefährdete Gruppen zu.

Eine modellmässige Betrachtung drängt sich auch deshalb auf, weil von den betroffenen Liegenschaftseigentümern nur sehr rudimentäre Zahlen zu erhalten sind. Die grossen Liegenschaftsbesitzer haben eine derart breitgefächerte Arbeitsteilung in ihren Betrieben und sind vom Tagesgeschäft derart absorbiert, dass keiner der Interviewpartner alle Fragen von der Buchhaltung, über die Liegenschaftsbewertung bis zum Miet- und Steuerrecht ohne grösseren Aufwand akkurat zu beantworten in der Lage war. Immobilienverwaltungen sind über die finanzielle Situation ihrer Kunden häufig nicht im Bild. Die kleineren Liegenschaftsbesitzer schliesslich, dies hat sich im Laufe der Studie gezeigt, sind nicht in der Lage oder gewillt, die nötigen Daten zu liefern.

In Kapitel 5 wird darauf versucht, die tatsächlichen Verhältnisse mit einer Umfrage von Studenten der Zürcher Hochschule Winterthur unter Eigentümern einer grösseren Zahl von Wohnliegenschaften in der Ostschweiz einzufangen. Diese wurden bezüglich der erforderlichen und getätigten Unterhaltsaufwendungen und Rückstellungen für den Erneuerungsbedarf bzw. der entsprechenden Abschreibungen befragt. Diese Ansprechpartner wurden gleichzeitig auch über allfällige Probleme bei der Finanzierung des Unterhalts und der Erneuerung von Wohnbauten interviewt und zudem auf mögliche Hemmnisse aufgrund von miet- und steuerrechtlichen Regulierungen angesprochen.

Die sich aus den Kapiteln 4 und 5 ergebenden Resultate wurden anschliessend Experten zur Beurteilung vorgelegt. Ihr Kommentar findet sich in Kapitel 6. Neben der Diskussion der Aussagekraft der gewonnenen Resultate standen bei diesen Gesprächen das vertiefte Verständnis des gegenwärtigen Verhaltens der Investoren im Vordergrund. Insbesondere wurde auch auf das Miet- und Steuerrecht eingegangen.

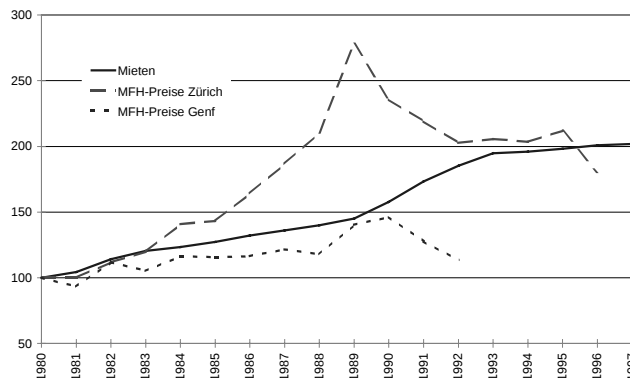
Im abschliessenden Kapitel 7 werden die wichtigsten theoretischen und empirischen Ergebnisse zusammengefasst und die entsprechenden Schlussfolgerungen gezogen.

2 Wohnungsmarkt

Die aktuelle Entwicklung auf dem Mietwohnungsmarkt kann als Nachbeben nach zwei grösseren Erdbeben bezeichnet werden. Dieses dürfte angesichts der eher vorsichtig zu beurteilenden Konjunktorentwicklung und der nach wie vor anhaltenden Strukturbereinigung in der

Bauwirtschaft noch einige Zeit anhalten. Aufgrund teilweise zu hoher Buchwerte werden wohl auch noch weitere (Buch-)verluste auftreten, während der grosse Preiszerfall der Verkehrswerte der Vergangenheit angehören dürfte.

Abbildung 1: Entwicklung der Immobilienpreise im Kanton Zürich und im Kanton Genf im Vergleich zur Entwicklung der Wohnungsmieten

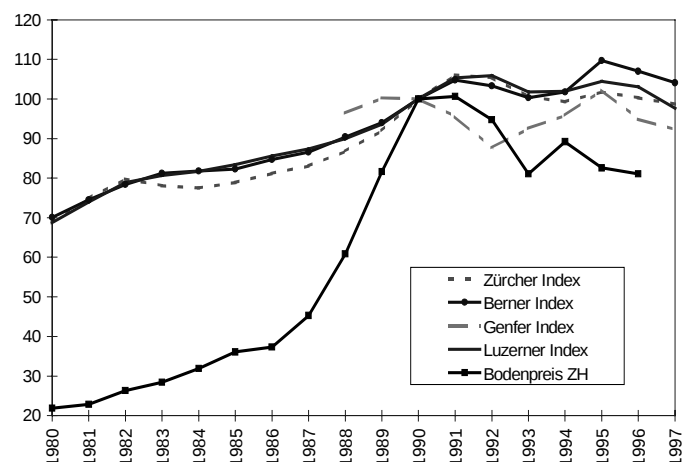


Quelle: ZKB [38]; Hösli u.a. [13]; BFS [29]

Niveau deshalb bereits 1980 recht hoch lag. Ab 1987 sorgte die expansive Geldpolitik der Nationalbank für eine grosszügige Versorgung des Marktes mit Liquidität, was viele Anleger auf den Immobilienmarkt lockte. Es folgte eine Phase, in der Immobilien nicht mehr aufgrund der langfristigen Mieterträge, sondern wegen der Kapitalgewinne gehandelt wurden. 1989-1990 hatten die Preissteigerungen ihren Höhepunkt erreicht. Wie in Abbildung 1 deutlich wird, verlief die Mietentwicklung deutlich unter den Preisanstiegen 1988 und 1989. Objekte konnten zu dieser Zeit nur noch mit ungenügender Bruttorendite gekauft werden. Sobald sich diese Erkenntnis am Markt durchgesetzt hatte, platzte die Spekulationswelle und auch der Handelsumsatz mit Liegenschaften ging drastisch zurück.

Gemeinsam mit der Preiserhöhung des Immobilienbestandes erreichten auch die Bau- und vor allem die Baulandpreise Höchststände, unter anderem auch aufgrund des Anstiegs beim Neubau kommerzieller Liegenschaften. Glaubt man den Baukostenindizes der 4 Schweizer Städte, so blieb die Bauteuerung in den achtziger Jahren zwar im Rahmen der allgemeinen Teuerung, doch zumindest die Teuerungsraten lagen ab 1988 deutlich höher. Neue Mehrfamilienhäuser erreichten wie alle übrigen Objekte Ende der achtziger und auch anfangs der neunziger Jahre kaum mehr eine adäquate Rendite, da sie nur sehr teuer

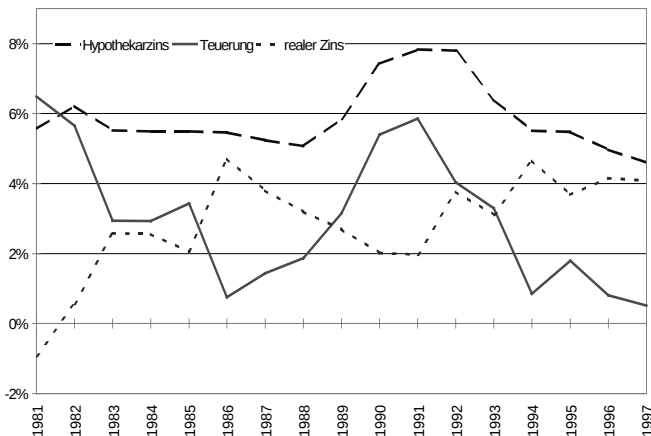
Abbildung 2: Entwicklung der Baupreise in 4 Schweizer Städten und der Baulandpreise im Kanton Zürich



Quelle: Statistische Ämter ZH, BE, GE [35-37], Gebäudeversicherung LU [30]

erstellt werden konnten. Aufgrund der insgesamt herrschenden Wohnungsknappheit nahm die Leerstandsquote aber nicht zu, sondern bis 1990 noch ab.

Abbildung 3: Teuerungs- und Hypothekarzinsentwicklung

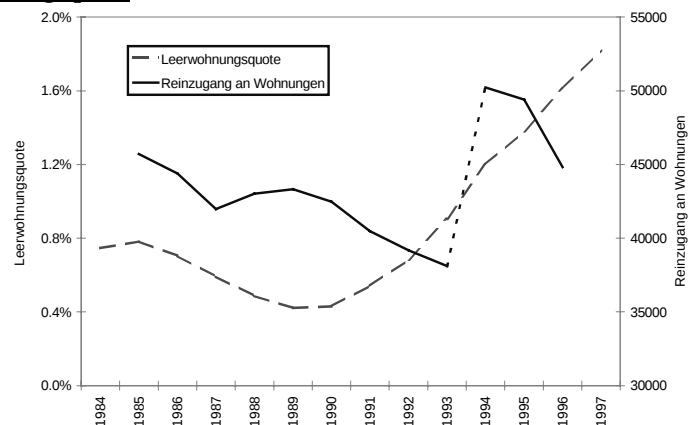


Quelle: SNB [33], BfS [29]

Entgegen der im folgenden zur theoretischen Analyse des Inflationseffekts getroffenen Annahme einer allgemeinen Teuerung ohne Verschiebung der relativen Preise ergab sich zu Beginn der neunziger Jahre eine Situation rückläufiger Immobilienpreise bei gleichzeitig steigender allgemeiner Teuerung und steigenden Zinsen. Die Nominalzinsen erreichten in den Jahren 1991 und 1992 ihren Höchststand, während die Immobilienpreise für Mehrfamilienhäuser im Kanton Zürich zu dieser Zeit bereits um nahezu 30 % gefallen waren.

Aufgrund dieser Entwicklung schien die Immobilienkrise 1993 mehr oder weniger ausgestanden, und es zeichnete sich bereits die Erholung der Jahre 1994 und 1995 ab. Angesichts massiv gefallener Bau- und Baulandpreise waren Neubauten zu dieser Zeit ausserordentlich attraktiv und der gute Konjunkturausblick für 1994 liess auch nachfrageseitig auf eine Verbesserung hoffen. Das darauf folgende zweite Beben führte zu der heutigen Situation hoher Leerstände von über 60'000 Wohnungen und einer wohl auf Jahre hinaus deutlich reduzierten Neubautätigkeit bei Mehrfamilienhäusern, obwohl die Erstellungskosten weiterhin rückläufig tendieren.¹ Es sind nämlich nicht nur die Hochpreisobjekte von Ende der achtziger Jahre, die hohe Leerstände verzeichnen, sondern auch neue Objekte haben Vermarktungsprobleme. Neumieten liegen nach wie vor deutlich über den Mieten in älteren Objekten, was durch die Mietstrukturerhebung von 1996 bestätigt wird. Renditemässig ist der Effekt einer Leerstandsquote von durchschnittlich 1.82 % zwar minim, doch da die Risiken auf Einzelobjekten in zweistellige Prozentbereiche ansteigen können, ist der Effekt trotzdem spürbar. Die asymmetrische Verteilung der Leerstandsrisiken dokumentiert sich auch bei der Entwicklung der Mietzinsen: Das Mietzinsniveau der über 10-jährigen Wohnungen ist zwischen 1990 und 1996 beinahe dreimal so stark gestiegen wie jenes der Neubauwohnungen.²

Abbildung 4: Neuzugang an Wohnungen¹ und Leerwohnungsquote



¹ Aufgrund der Modifikation der Bauerhebung sind die Werte nach 1994 nur bedingt mit den vorherigen Jahren vergleichbar.

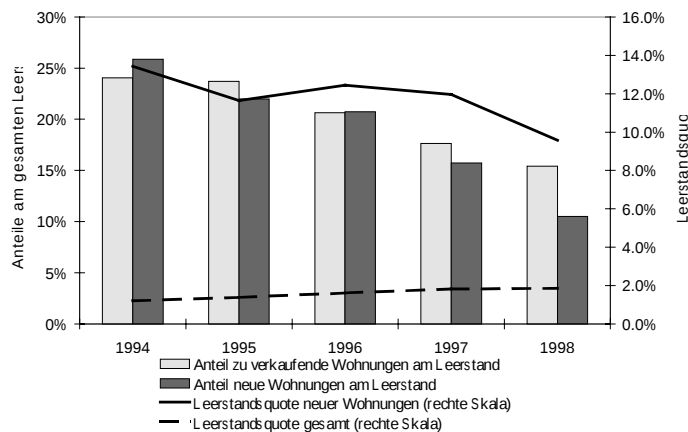
Quelle: BfS [29]

¹ Nachdem die Zahl der neugebauten Wohnungen in den 90er Jahren immer mehr als 40000 Wohnungen betrug, ist für 1997 lediglich mit rund 36000 Wohnungen zu rechnen. Dies ergibt sich aus der vierteljährlichen Wohnbaustatistik.

² BfS [29]

Aufgrund der Entwicklung der Haupteinflussgrößen wäre also zu erwarten, dass vor allem zwei Gruppen von Immobilienbesitzern neben dem Renditeverlust auch Probleme bei Erneuerungsinvestitionen haben könnten: Käufer von Objekten Ende der achtziger Jahre und Besitzer von Objekten mit hohen Leerstandsrisiken. Die weitaus grösste Zahl der rund 3 Millionen

Abbildung 5: Leerstandsentwicklung bei Wohnimmobilien



Quelle: BfS [29], eigene Berechnung

Wohnungen fällt aber nicht in diese Kategorie. Etwa 11 % des aktuellen Wohnungsbestandes wurde nach 1988 gebaut und nur ungefähr 2 %-4 % des gesamten Immobilienbestandes werden jährlich gehandelt.³ Dieser sehr rudimentären Berechnung zufolge könnten also etwa 20 % aller Wohnungen in eine Risikogruppe fallen, die zumindest massive Renditeverluste hinnehmen musste. Ob allerdings auch Probleme bei der Finanzierung von Erneuerungsinvestitionen bestehen, bleibt hier noch ausgeklammert.

Als Fazit können zur aktuellen Entwicklung folgende Erkenntnisse festgehalten werden:

- Der Preiszerfall infolge der Spekulationswelle Ende der achtziger Jahre scheint bei Verkehrswerten (nicht unbedingt bei Buchwerten) in den meisten Regionen abgeschlossen.
- Der Verlauf von Hochkonjunktur und Rezession führte zu einer gegenläufigen Preisentwicklung zu Beginn der neunziger Jahre: Steigende allgemeine Teuerung und Nominalzinsen, sinkende Immobilienpreise.
- Die aktuellen Preisentwicklungen sind dominiert von der Entwicklung der Leerstandsrisiken, die insgesamt zwar gering, fallweise aber sehr hoch ausfallen.
- Der weitaus grösste Teil der Immobilien ist aufgrund der geringen Liquidität des Marktes und der sehr asymmetrischen Verteilung der Leerstandsrisiken von diesen Entwicklungen gar nicht betroffen.

³ Diese Zahl beinhaltet alle Immobilien, also auch gewerbliche Objekte.

3 Grundzüge des Miet- und Steuerrechts (pro memoria)

3.1 Mietrecht

Das schweizerische Mietrecht gibt einen Rahmen bezüglich der möglichen Mietentwicklung vor. Zur Mietanpassung stehen grundsätzlich verschiedene Möglichkeiten offen, wovon einige direkt an sich verändernde Kostenelemente geknüpft sind (sogenannte “relative Erhöhungsgründe”), andere allgemeine Anpassungen aufgrund einer Verschiebung der Marktverhältnisse gestatten (“absolute Erhöhungsgründe”).⁴

Die Möglichkeit zur Erhöhung aufgrund von Kostenelementen bieten:

- ein Anstieg des Hypothekarzinsatzes
- die allgemeine Teuerung
- der Anstieg der allgemeinen Unterhaltskosten
- wertvermehrende Investitionen

Bei nicht indexierten Mietzinsen wird bei den erlaubten Überwälzungssätzen von einer Fremdfinanzierung von 60 % ausgegangen. Diese können von jedem Vermieter jedoch unabhängig von der effektiven Finanzierung angewandt werden. Bei indexierten Mietzinsen reduziert sich die Erhöhung des Mietzinses auf die Überwälzung der allgemeinen Teuerung.

Periodische Erhöhungen der Mietzinse sind möglich aufgrund:

- der Orts- und Quartierüblichkeit der Mietzinse
- einer ungenügenden Bruttorendite (eher bei neuen Objekten)
- einer ungenügenden Nettorendite (eher bei älteren Objekten)

Bei all diesen Elementen spielt der Markt natürlich insofern eine Rolle, als dass eine Erhöhung auch auf dem Markt durchsetzbar sein muss.

Grundsätzlich kann der Vermieter zwar jederzeit alle der obigen Elemente geltend machen, doch entsteht durch die Rechtspraxis eine deutliche Zweiteilung zwischen den Kostenfaktoren und den

⁴ Die relative Methode dient der Überprüfung der Mietzinsveränderungen, die absolute Methode der Überprüfung des Mietzinsniveaus. Absolute Erhöhungsgründe sind eine ungenügende Nettorendite gemäss OR Art. 269, eine Anpassung am den orts- und quartierüblichen Mietzins gemäss OR Art. 269a lit. a sowie eine ungenügende Brutto-Rendite gemäss OR Art. 269a lit.c. Weiterführende Information findet sich in SVIT [20].

Mietzinserhöhungen erfolgen in der Regel nach der relativen Methode. In fünf Ausnahmefällen lässt das Bundesgericht jedoch einen Wechsel zur absoluten Methode zu (Siegrist [18]):

- bei erfolgter Handänderung
- bei der Entlassung eines Objektes aus der staatlichen Mietzinskontrolle
- wenn sich der Vermieter bei Neuvermietung für die Festlegung des Anfangsmietzinses auf die Erzielung eines angemessenen Ertrages beruft
- wenn der Vermieter einem Begehren des Mieters um Mietzinsreduktion nach Art. 270a OR den Einwand des nicht übersetzten Ertrages entgegenhält
- wenn der Mieter einem Begehren des Vermieters auf Erhöhung des Mietzinses entgegenhält, der aus der Mietsache erzielte Ertrag sei trotz an sich zulässiger Erhöhung gemäss relativer Berechnungsmethode missbräuchlich

Markteinflüssen. Werden die Kostenfaktoren nämlich laufend überwältigt und weist der Vertrag bei Antritt des Mietverhältnisses keinen Vorbehalt bezüglich Orts- und Quartierüblichkeit oder ungenügender Bruttorendite auf, ist es in der Regel schwierig, Anpassungen aufgrund absoluter Erhöhungsgründe bei einer allfälligen Anfechtung auch durchzusetzen.

Anpassungen aufgrund ungenügender Renditen oder der Orts- und Quartierüblichkeit finden deshalb vor allem bei Besitzerwechseln, wenn eine Neukalkulation stattfindet, oder aber bei Mietverträgen, bei denen den Kostenelementen über längere Zeit keine Aufmerksamkeit geschenkt wurde, Anwendung. Ansonsten wird eher die auch bezüglich Anfechtungen unproblematische Überwälzung der Kostenelemente zur Steigerung der Mietzinse verwendet. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass die Erhöhung aufgrund gestiegener Unterhaltskosten nicht immer ganz problemlos vonstatten geht.

3.2 Steuerrecht

Steuerrechtlich von Belang sind die Transaktionskosten bei Erwerb und Verkauf sowie die Ertrags- und Vermögenssteuern, wobei sich eine unterschiedliche Behandlung juristischer und natürlicher Personen ergibt. In den folgenden Ausführungen findet sich nur das Wichtigste in Kürze. Für Spezialfragen sei auf die einschlägige Literatur verwiesen.⁵

Transaktionskosten

Die Transaktionskosten beinhalten die bei Kauf und Verkauf zu entrichtende Handänderungssteuer, allfällige Handänderungsgebühren sowie die Grundstückgewinnsteuer⁶. Dabei ergibt sich bereits ein erster Unterschied zwischen natürlichen und juristischen Personen: Bei juristischen Personen, die nach dem sogenannten St. Galler Modell besteuert werden, weicht die Grundstückgewinnsteuer der normalen Ertragssteuer, was vor allem bei raschem Wiederverkauf einen deutlichen steuerlichen Vorteil beinhaltet. Im Gegensatz dazu steht das Zürcher Modell, bei dem juristische und natürliche Personen gleichgestellt sind und mit der Grundstückgewinnsteuer belastet werden.⁷

Einkommens- / Ertragssteuern

Die unterschiedliche Behandlung juristischer und natürlicher Personen im Hinblick auf die Ertragsbesteuerung wird in Tabelle 1 dargestellt. Auf die Betrachtung steuerlicher Unterschiede zwischen Personengesellschaften, verschiedener Kapitalgesellschaften (Genossenschaft, AG) oder der speziellen Form des Immobilienfonds soll dabei nicht eingegangen werden. Der Vergleich orientiert sich an der vorherrschenden Rechtsform juristischer Personen in Bezug auf Immobilienanlagen, der Aktiengesellschaft.

Tabelle 1: Ertrags- und Einkommensbesteuerung

⁵ Höhn [12] und Gähwiler [7]

⁶ Eine steuerrechtliche Benachteiligung juristischer Personen bezüglich Transaktionskosten ergibt sich durch die Stempelsteuer bei Emissionen, die bei einer kurzfristigen Investition eine nicht zu vernachlässigende Grösse darstellt, bei einer langfristigen allerdings praktisch ohne Bedeutung ist. Sie wird in dieser Studie deshalb vernachlässigt.

⁷ Die Ertragsbesteuerung beim St. Galler Modell beinhaltet sowohl kantonale Steuern, direkte Bundessteuer als auch bei Personengesellschaften die AHV. Beim Zürcher Modell werden beim Verkauf die wiedereingebrachten Abschreibungen als Ertrag versteuert.

	natürliche Personen	juristische Personen
Steuersatz	Einkommenssteuersatz (Progression nach absolutem Wert)	Ertragssteuersatz ¹ (Progression i.d.R. nach Ertragsintensität)
Unterhalts- und Verwaltungskosten	vollständig abziehbar bei Fremdverwaltung, nicht jedoch bei Selbstverwaltung (häufig Option zu komfortablem Pauschalabzug)	abziehbar
Versicherungskosten	abziehbar	analog
Instandhaltungs- und Instandstellungskosten	werterhaltende Aufwendungen abziehbar, wertvermehrende (im Vergleich zum Anschaffungswert) jedoch nicht	analog
Schuldzinsen	abziehbar	analog
Abschreibungen	abziehbar, sofern als Geschäftsvermögen anerkannt, was jedoch nur teilweise der Fall ist.	abziehbar
Rückstellungen	nicht abziehbar	abziehbar

¹ Selbstverständlich stellt sich auch hier das Problem der Doppelbelastung des Ertrags bei Dividendenausschüttung. Im Rahmen dieses ersten Überblicks gehen wir jedoch davon aus, dass alle Gewinne in Form von Kapitalgewinnen anfallen.

Es ergibt sich also eine steuerliche Begünstigung juristischer Personen durch die Möglichkeit zum Abzug von Abschreibungen und Rückstellungen. In der Regel beinhaltet aber der Pauschalabzug der natürlichen Personen für diese Gruppe einen leichten Vorteil bezüglich der Unterhalts- und der Verwaltungskosten. Der mögliche Abschreibungsabzug ist in der Regel allerdings bedeutender als die Kostendifferenz aufgrund unterschiedlicher Abzugsmöglichkeiten der Unterhalts- und Verwaltungskosten.

Ausgeklammert bleibt in dieser Betrachtung die direkte Bundessteuer.

Vermögens- / Kapitalsteuer

Vermögen und Kapital werden vom Prinzip her ähnlich besteuert, wobei sich bei den Sätzen natürlich Differenzen ergeben können. Während jedoch bei natürlichen Personen in jedem Fall die behördliche Einschätzung zum Tragen kommt, die von Kanton zu Kanton differiert, variiert bei juristischen Personen die Bemessung zwischen Buchwert und steuerlicher Einschätzung.

Tabelle 2: Vermögens- und Kapitalbesteuerung

	natürliche Personen	juristische Personen
Steuersatz	Vermögenssteuersatz	Kapitalsteuersatz
Schatzung	Steuerwert (kantonale Unterschiede: Verkehrswert, Ertragswert, Brandversicherungswert)	Buchwert oder allenfalls Verkehrswert (bei Berechnung von verdecktem Eigenkapital bei übermässiger Fremdfinanzierung)

Liegenschaftssteuer

Bei dieser - lediglich in einigen Kantonen erhobenen Steuer - handelt es sich um eine reine Objektsteuer, bei der kein Schuldenabzug zugelassen wird.

4 Rentabilität, Cash Flow und Finanzierungsmöglichkeit von Investitionen in Wohnimmobilien - ein Modell

In diesem Teil soll die allgemeine theoretische Grundlage der Teuerungseinflüsse auf Cash Flow und Rendite von Immobilieninvestitionen untersucht werden. Dazu wird ein einfaches 1-Perioden-Modell erstellt, anhand dessen die grundlegenden Effekte einer allgemeinen Inflation erläutert werden. Dieses einfache Modell reicht jedoch nicht aus, um daraus Erwartungen über das effektive Ausmass der Probleme bei der Finanzierung von Erneuerungsinvestitionen abzuleiten, da das schweizerische Steuer- und vor allem auch das Mietrecht einige bedeutende Abweichungen von der theoretischen Idealwelt beinhalten. Diese Einflüsse werden deshalb kurz besprochen, ohne dass jedoch der ganzen Vielschichtigkeit des Rechts in allen Details Rechnung getragen würde. Dies würde den Rahmen der Studie sprengen. Die wesentlichen Merkmale - vor allem diejenigen des Mietrechts - werden dann in das theoretische Modell integriert, um die Effekte der allgemeinen Teuerung auf Cash Flow und Rendite im Rahmen des schweizerischen Rechts⁸ zu analysieren.

Des weiteren dient das Modell auch zur Erstellung einer Simulation in der versucht wird, den Anteil der Objekte zu quantifizieren, bei denen Probleme bei Erneuerungsinvestitionen auftreten könnten. Dazu führen wir die effektive Entwicklung der wesentlichen Einflussgrössen in unser Modell ein.

4.1 Vereinfachte Formulierung von Cash Flow, Finanzierungsmöglichkeit und Rendite bei einer Immobilieninvestition ohne Berücksichtigung des Miet- und Steuerrechts

Die hier vorgestellte theoretische Grundlage soll in einer allgemeinen, stark vereinfachten Form die primären Effekte der Teuerung auf den realen Cash Flow, die Finanzierungsmöglichkeit von Erneuerung und Unterhalt sowie die reale Rendite einer Investition in ein Mehrfamilienhaus darlegen. Aufgrund der behandelten Thematik bildet der *Cash Flow* die zentrale Einflussgrösse, da er die Fähigkeit zur Selbstfinanzierung der Erneuerungsinvestition bestimmt. Aus Sicht des Immobilienbesitzers ist die *Finanzierungsmöglichkeit*, welche auch die Wertschwankungen der Immobilie und damit das veränderte Fremdfinanzierungspotential mitberücksichtigt ebenso relevant. Bei ungenügendem Cash Flow kann der Eigentümer nämlich immer noch darauf hoffen, den Erneuerungsbedarf über eine Erhöhung der Verschuldung zu finanzieren. Unabhängig davon ist jedoch für den Investor die *Rendite* von zentralem Interesse, da diese - gemeinsam mit dem Risiko - letztendlich den Investitionsentscheid bestimmt.

Allgemeine Formulierung von Cash Flow und Rendite

Zur Analyse des Inflationseffekts wird im folgenden ein einfaches Ein-Perioden-Modell⁹ erstellt, das die Situation allgemein darstellt. In einem Beispiel werden daraufhin die primären Resultate noch etwas anschaulicher dargestellt. Das Modell wird unter folgenden Grundannahmen erstellt:

⁸ Da das Steuerrecht kantonale Unterschiede aufweist, wird für die steuerlichen Effekte das Zürcher Recht berücksichtigt.

⁹ Ein Mehr-Perioden-Modell bringt keinen Gewinn an grundlegenden Erkenntnissen, kompliziert jedoch die explizite Berechnung der Rendite. Ausserdem stellt sich das Problem der Reinvestition des Cash Flows.

- Es werden nur reine Erneuerungsinvestitionen betrachtet. Dies bedeutet, dass eine Investition im Rahmen der vorangegangenen Abschreibungen getätigt werden soll, die das Objekt wieder auf das Qualitätsniveau der ursprünglichen Bausubstanz bringt.
- Land und Gebäude werden separat behandelt, denn ein Substanzverlust findet nur auf dem Gebäude statt, während die allgemeine Teuerung den gesamten Verkehrswert W von Land und Gebäude betrifft. Abschreibungen zur Substanzerhaltung werden zum wirtschaftlich notwendigen (im Unterschied zum später betrachteten steuerrechtlichen) Satz δ_e auf dem Substanzwert S des Objekts berechnet.
- Finanziert wird mit einer variablen Hypothek H .
- Der reale Zinssatz r bleibt konstant, der nominale Zinssatz fluktuiert mit der Teuerungsrate π .
- Der Mietertrag M wächst mit der Inflationsrate π .
- Es gibt keine relativen Preisverschiebungen: Immobilienpreise, Baupreise, Mieten sowie die Unterhalts- und Verwaltungskosten haben alle dieselbe Teuerung π .
- Es gibt keine Steuern und Unterhaltskosten. Diese sind vom Mietertrag M bereits abgezogen. In die Cash Flow Berechnung fliessen also nur noch die Fremdkapitalkosten ein.

Aus den obigen Annahmen ergeben sich die Anfangs- und Schlussbilanz, wobei EK das Eigenkapital darstellt.

Tabelle 3: Bilanz

Anfangsbilanz		Schlussbilanz	
Aktiv	Passiv	Aktiv	Passiv
W	H	$(W - \delta_e \cdot S) \cdot (1 + \pi)$	H
	EK ₀	$M \cdot (1 + \pi) - (r \cdot (1 + \pi) + \pi) \cdot H$	EK ₁

Die allgemeine Formulierung des Modells zur Ermittlung von Cash Flow, Finanzierungsmöglichkeit und Rendite findet sich in Anhang A1.

Ein Beispiel ...

Im folgenden Beispiel sollen nun die Effekte einer Veränderung der Teuerungsrate anhand dieses einfachen Modells - es wird später um das Miet- und Steuerrecht erweitert - veranschaulicht werden. Für unsere Simulationen benützen wir das Musterhaus der Luzerner Baukostenerhebung¹⁰ mit einer Ausnützungsziffer von 0.7. Dieses Objekt wurde von uns mit den Zürcher Bau- und Baulandpreisen von 1985 nachgebaut. Die Verkehrswerte wurden daraufhin mit der Entwicklung der Zürcher Immobilienpreise (ZKB-Index) fortgeschrieben. Die hier dargestellten Werte und das Land- / Gebäudewertverhältnis entsprechen in etwa dem Stand von 1994. Der Landanteil beträgt 35 %.

... bei konstanter Teuerungsrate

In diesem Beispiel betrachtet der Investor für seinen Investitionsentscheid zuerst einmal die erwartete Rendite. Er strebt aufgrund der Risikostruktur und der Rendite von Alternativenanlagen den Kauf eines Objekts an, das ihm bei einer anhaltend stabilen Teuerung von 3 % eine reale Eigenkapital-Rendite von 5 % bietet. Die Miete des Musterhauses ist im Beispiel deshalb so berechnet, dass bei einer erwarteten Teuerung von 3 % gerade diese Rendite erreicht wird.

¹⁰ Gebäudeversicherung des Kantons Luzern [30]

Daneben sind auch der Realzins von 2 % bzw. der Nominalzins von 5.1 % für das Fremdkapital, der Abschreibungssatz von 1 % des Substanzwertes der Liegenschaft und der Fremdfinanzierungsanteil von 60 % vorgegeben.

Erfüllen sich die Erwartungen des Investors, so ergibt sich ein zur Finanzierung von Erneuerungsinvestitionen genügender Cash Flow von 1.4 mal den Abschreibungen. Aufgrund der Möglichkeit zur Fremdfinanzierung hätte er aber auch sonst keine Finanzierungsprobleme. Er könnte zusätzlich eine Aufstockung der Hypothek von $0.03 \cdot 2'400'000$ beantragen. Damit würde die Fremdfinanzierung nach erfolgter Erneuerungsinvestition wieder exakt 60 % betragen. Das Verhältnis der möglichen Finanzierung zur Abschreibung liegt demzufolge wesentlich höher, nämlich bei 4.1. Da sich die Erwartungen des Investors bezüglich Teuerung exakt erfüllen, liegt die reale ex post Rendite selbstverständlich genau bei 5 %, während die Bruttorendite aufgrund des Leverage-Effekts tiefer liegt.

Liegt die konstante Teuerungsrate tiefer, so erhöht sich das Verhältnis von Cash Flow zu Abschreibung und die Fähigkeit zur Selbstfinanzierung verbessert sich. Analog zu diesem Ergebnis, das natürlich auf die Zinsbelastung zurückzuführen ist, verschlechtert sich das Verhältnis bei höherer Teuerungsrate.

... bei unerwarteter Veränderung der Teuerungsrate

Ausgehend von der obigen Situation stabiler Teuerung soll nun eine überraschende Veränderung der Teuerungsrate betrachtet werden. Der Investor hat sich geirrt. Alle seine Kalkulationen basierten auf einer konstanten Teuerung, doch realisierte sich eine andere Teuerungsrate.

Liegt die Teuerung höher als ursprünglich vorgesehen, so sinkt wiederum das Verhältnis von Cash Flow zu Abschreibung und auch die reale Rendite liegt tiefer als bei 5 %. Zwar wird der Anstieg der Zinsbelastung durch die Wertsteigerung des Objekts vollständig kompensiert, doch liegt der reale Mietertrag aufgrund der falschen Kalkulationsgrundlagen tiefer. Dies wirkt sich auf Rendite und Finanzierungsmöglichkeit aus. Auch diese liegt im Vergleich zur konstanten Teuerungsrate nun tiefer. Damit sich allerdings Probleme zur Finanzierung der Abschreibung ergeben, müsste der Teuerungsanstieg enorm sein.

Tabelle 4: Cash Flow und Finanzierung bei stabiler Teuerung von 3 %

Grundlagen			
Landanteil	35 %	Nominalzins	5.06 %
Erstellungskosten	4'000'000		
Substanz	2'600'000		
Hypothesen			
Realzins	2.0 %	reale Eigenkapitalrendite	5.0 %
Teuerung Vorperiode	3.0 %	Abschreibung	1.0 %
Teuerung	3.0 %	Fremdfinanzierung	60 %
Bilanz 1.1.			
Land	1'400'000	Hypothek	2'400'000
Gebäude	2'600'000	Eigenkapital	1'600'000
Bilanz 31.12.			
Land	1'442'000	Hypothek	2'400'000
Gebäude	2'651'220	Eigenkapital	1'693'220
Erfolgsrechnung (ohne Kapitalgewinne)		Finanzierung	
Mietertrag	158'620	realer Cash Flow	36'097
Zins	121'440	Cash Flow / Abschreibung	1.39
Cash Flow	37'180	Finanzierung / Abschreibung	4.08
Abschreibung	26'780	Rendite	
Gewinn / Verlust	10'400	reale Eigenkapitalrendite	5.0 %
		reale Bruttorendite m	3.85 %

Wiederum ergeben sich bei einer tieferen Teuerungsrate die umgekehrten Effekte.

... bei höherer Belehnung

Eine grosse Bedeutung kommt bei obigen Resultaten selbstverständlich der Belehnung zu. Mit höherer Belehnung erhöht sich das Risiko des Investors, können doch schon die kleinsten Ertragsschwankungen zu ausserordentlich grossen Renditeschwankungen führen. Für das höhere Risiko wird der Investor dafür mit einer wesentlich höheren Eigenkapitalrendite belohnt.

Tabelle 5: Cash Flow und Finanzierung bei einer Belehnung von 90 %

Bilanz 1.1.			
Land	1'400'000	Hypothek	3'600'000
Gebäude	2'600'000	Eigenkapital	400'000
Bilanz 31.12.			
Land	1'442'000	Hypothek	3'600'000
Gebäude	2'651'220	Eigenkapital	493'220
Erfolgsrechnung (ohne Kapitalgewinne)		Finanzierung	
Mietertrag	158'620	realer Cash Flow	-22'854
Zins	182'160	Cash Flow / Abschreibung	-0.88
Cash Flow	-23'540	Finanzierung / Abschreibung	3.15
Abschreibung	26'780	Rendite	
Gewinn / Verlust	-50'320	reale Eigenkapitalrendite	14.0 %
		reale Bruttorendite m	3.85 %

Der Effekt auf Cash Flow und Rendite einer höheren Fremdfinanzierung werden in Tabelle 5 verdeutlicht. Bei demselben Objekt wie zuvor, erzielt man mit einer Fremdbelehnung von 90 % nun eine Eigenkapitalrendite von 14 %. Der Cash Flow reicht aufgrund der deutlich höheren Zinsbelastung nicht mehr zur Finanzierung von Erneuerungen aus, was wiederum durch die Fremdfinanzierung kompensiert werden kann. Allerdings erzielt dieser Investor nun einen tieferen Deckungsgrad der Ab-

schreibung. Für den Zinsanstieg wird der Investor durch die erhöhte Fremdfinanzierung zwar voll kompensiert, doch die höhere Kostenbelastung aufgrund der höheren Belehnung bleibt natürlich bestehen. Irrt sich der Investor bezüglich der Teuerungsrate, so ergeben sich wiederum dieselben Effekte wie beim diskutierten Fall tieferer Belehnung.

Obwohl die Finanzierung auch bei einer hohen Belehnung gesichert scheint, so ergibt sich in diesem Falle doch ein beachtliches institutionelles Risiko, falls die Belehnung gesenkt würde. Eine Herabsetzung der Belehnung von 90 % auf 80 % bedeutet für den Investor, dass er sein Eigenkapital um rund 425'000 Franken erhöhen müsste. Dass damit auch die Finanzierung der Abschreibung in Frage gestellt ist, versteht sich mit Blick auf Tabelle 5 von selbst.

An dieser Stelle soll noch kurz auf eine völlige Eigenmittelfinanzierung eingegangen werden. Bei der vorgegebenen Bruttorendite sinkt bei 3 % Teuerung die reale Rendite gegenüber dem fremdfinanzierten Objekt natürlich deutlich auf 3.2 % ab. Unproblematisch ist dagegen die Finanzierung der Erneuerung: Der Cash Flow liegt im Verhältnis zur Abschreibung neu bei 5.9. Dadurch wird offensichtlich, dass sehr starke Ertragsschwankungen nötig sind, damit Probleme bei der Finanzierung von Abschreibungen erreicht würden, zumal jederzeit auch noch auf eine Fremdfinanzierung zurückgegriffen werden kann.

Fazit

Grundsätzlich ergeben sich aufgrund eines einfachen Modells ohne relative Preisverschiebungen wenig Probleme bezüglich Erneuerungsinvestitionen. Trotzdem konnten einige Charakteristika bezüglich des Cash Flows und der Finanzierung herausgearbeitet werden.

- Das Verhältnis von Cash Flow zur Abschreibung verbessert sich mit tieferer Teuerungsrate.
- Das Verhältnis von Cash Flow zur Abschreibung verbessert sich mit tieferer Belehnung.
- Ein unerwarteter Teuerungsanstieg verschlechtert den Cash Flow und auch die gesamte Finanzierungsmöglichkeit.
- Objekte mit sehr hoher Fremdfinanzierung können bei gleichbleibender Gesamtrendite einen für Erneuerungsinvestitionen ungenügenden Cash Flow abwerfen.
- Änderungen der Belehnungsgrenze können sowohl bei einem Teuerungsanstieg als auch bei einem Teuerungsrückgang zu Problemen bei der Finanzierung von Erneuerungen führen.
- Eine Veränderung der relativen Preise (Verkehrswerte, Mieten, Konsumgüter, baulicher Unterhalt) kann die verschiedensten Effekte auslösen. Zum Beispiel hat ein Absinken der Verkehrswerte relativ zur allgemeinen Teuerung den gleichen Effekt wie eine Senkung der Belehnungsgrenze.

4.2 Cash Flow, Rendite und Finanzierungsmöglichkeit unter Berücksichtigung des zürcherischen Steuerrechts und des Mietrechts

Im vorhergehenden Abschnitt wurde der Mietertrag auf eine Höhe gesetzt, die insgesamt eine reale Eigenkapitalrendite von 5 % zuliess. Dieser Ansatz ist hinsichtlich des schweizerischen Mietrechts natürlich unrealistisch, ebenso wie eine systematische, komplette Überwälzung der Teuerung. Das Steuerrecht wurde sogar vollkommen ignoriert. Diese rechtlichen Grundlagen, die einen wesentlichen Einfluss auf die effektive Entwicklung von Cash Flow und Rendite haben, sind in Kapitel 3 vorgestellt worden und werden nun in unser kleines Modell integriert. Die allgemeinen Formulierungen befinden sich in Anhang A2. Die wesentlichen Effekte sollen anhand unseres Beispiels diskutiert werden. Der Fokus liegt dabei nach wie vor auf einem reinen Inflationseffekt, das heisst, es werden wiederum keine relativen Preisverschiebungen zugelassen. Das theoretische Modell im Anhang A1 lässt diese für den allgemeinen Fall bereits zu, ohne jedoch Einzelheiten zu diskutieren.

Die Berechnungen führen das obige Beispiel weiter und diskutieren nun die Teuerungseffekte bei juristischen und natürlichen Personen unter Berücksichtigung der Besteuerung und der Kostenmiete. Aufgrund der unter Abschnitt 3.1 ausgeführten Zweiteilung der möglichen Mietanpassung wird bei der Miete davon ausgegangen, dass mit einer gesetzlich erlaubten Bruttorendite begonnen wird (diese liegt um 2 % über dem gültigen Hypothekarsatz) und dann die Überwälzung der Teuerung und des Hypothekarzinses im gesetzlichen Rahmen vorgenommen wird. Bei rückläufigem Hypothekarzins werden also auch die Mietsenkungen vollzogen. Auf eine zusätzliche Erhöhung der Mieten um die allgemeine Unterhaltskostenerhöhung wird verzichtet, da diese nicht immer ganz unproblematisch verläuft und die Resultate nicht wesentlich verändert. Ausserdem wird bei der Berechnung der realen Rendite auf die Grundstückgewinnsteuer verzichtet, da deren Satz stark von der Haltedauer und dem erzielten Gewinn abhängt.

Steuerfaktoren der juristischen Person

Im Rahmen des zürcherischen Rechts beträgt der Kapitalsteuersatz 1.5 Promille und es wird keine Liegenschaftssteuer erhoben. Es kommt ein durchschnittlicher Ertragssteuersatz zur Anwendung. Der steuerlich erlaubte Abschreibungssatz betrage 2 % auf dem Gebäudewert, wie

es auch von der eidgenössischen Steuerverwaltung als zulässig erachtet wird.¹¹ Der ökonomische Abschreibungssatz wird bei 1 % belassen. Schliesslich gelangt ein ad hoc festgesetzter Steuerfuss von 2 zur Anwendung. Die folgende Berechnung trägt nur ökonomischen Aspekten Rechnung. So ist die ausgewiesene Bilanz auch eine ökonomische Bilanz, indem die Verkehrswertsteigerung abzüglich der Substanzabschreibung berücksichtigt ist. Ausserdem werden die Steuern der laufenden Periode auch in derselben Periode bezahlt. Die Rendite lässt sich deshalb direkt aufgrund des Eigenkapitalanstiegs berechnen.

Steuerfaktoren der natürlichen Person

Unter den gleichen Hypothesen soll nun auch noch die Situation der natürlichen Person berechnet werden. Ihr Vermögenssteuersatz betrage ebenfalls 1.5 Promille, auch wenn er in Realität um diesen Satz herum schwankt und zwischen 0 und 3 Promille liegt. Es kommt ein durchschnittlicher Einkommenssteuersatz zur Anwendung. Anstelle von Abschreibungen wird den natürlichen Personen eine grosszügig bemessene Unkostenpauschale von 20 % zugestanden.

Cash Flow und Rendite der juristischen und der natürlichen Person

Wie im allgemeinen Beispiel wird im folgenden wieder zwischen erwarteter Teuerung und unerwarteter Veränderung der Teuerungsrate unterschieden.

Bei konstanter Teuerungsrate

Im Vergleich zum einleitenden Beispiel mit fest vorgegebener realer Rendite (Tabelle 4) liegt die reale Rendite unter Anwendung des geltenden Miet- und Steuerrechts bei der juristischen Person deutlich höher, womit sich auch Cash Flow und Finanzierung im Vergleich zur Abschreibung erhöhen. Im Verlaufe der Periode verschlechtert sich allerdings die Bruttorendite aufgrund der unvollständigen Überwälzung der Teuerung.

Tabelle 7a: Cash Flow und Rendite der juristischen Person

Bilanz 1.1.			
Land	1'400'000	Hypothek	2'400'000
Gebäude	2'600'000	Eigenkapital	1'600'000
ökonomische Bilanz 31.12.			
Land	1'442'000	Hypothek	2'400'000
Gebäude	2'651'220	Eigenkapital	1'806'261
Cash Flow	113'041		
Erfolgsrechnung (ohne Kapitalgewinne)		Finanzierung	
Mietertrag	285'789	realer Cash Flow	109'749
Unterhaltskosten	26'780	Cash Flow / Abschreibung	4.22
Verwaltungskosten	14'289	Finanzierung / Abschreibung	6.91
Zins	121'440	Rendite	
Kapitalsteuer	4'644	reale Eigenkapitalrendite	9.6 %
steuerliche Abschreibung	52'000	reale Bruttorendite m	6.9 %
Gewinn / Verlust vor Steuern	66'635		
Ertragssteuer	5'594		
Cash Flow	113'041		
Abschreibung	26'780		
Gewinn / Verlust	86'261		

¹¹ Korrekterweise muss hier klargestellt werden, dass die 2% auf dem Buchwert zur Anwendung gelangen. In unserem Ein-Perioden-Fall entspricht der Anlagewert natürlich auch dem Buchwert, weshalb hier direkt vom Gebäudewert ausgegangen wird.

Schliesslich wird noch deutlich, dass die steuerliche Abschreibung doch einen bedeutenden Abzug darstellt, mit dem der ausgewiesene Gewinn deutlich reduziert werden kann.

Tabelle 7b: Cash Flow und Rendite der natürlichen Person

Bilanz 1.1.			
Land	1'400'000	Hypothek	2'400'000
Gebäude	2'600'000	Eigenkapital	1'600'000
ökonomische Bilanz 31.12.			
Land	1'442'000	Hypothek	2'400'000
Gebäude	2'651'220	Eigenkapital	1'797'485
Cash Flow	104'265		
Erfolgsrechnung (ohne Kapitalgewinne)		Finanzierung	
Mietertrag	285'789	realer Cash Flow	101'228
Unterhaltskosten	26'780	Cash Flow / Abschreibung	3.89
Verwaltungskosten	14'289	Finanzierung / Abschreibung	6.58
Zins	121'440	Rendite	
Vermögenssteuer	5'080	reale Eigenkapitalrendite	9.1%
Pauschalabzug	57'158	Bruttorendite m	6.9%
Gewinn / Verlust vor Steuern	107'191		
Ertragssteuer	13'935		
Cash Flow	104'265		
Abschreibung	26'780		
Gewinn / Verlust	77'485		

In der Tendenz stimmen die Ergebnisse der natürlichen mit denjenigen der juristischen Personen überein. Bezüglich Cash Flow ergibt sich dabei die aufgrund der allgemeinen Herleitung im Anhang erwartete Schlechterstellung der natürlichen Person. Zwar liegt der grosszügige Pauschalabzug höher als die effektiven Unterhalts- und Verwaltungskosten, doch vermag dies die Möglichkeit des Abzugs der Abschreibung nicht zu kompensieren. Von Bedeutung ist auch der höhere Satz der Einkom-

menssteuer, der sich im Gegensatz zur juristischen Person am absoluten Ertrag orientiert¹². Dadurch ergibt sich auch bezüglich Rendite eine Besserstellung der juristischen Person. Als letzte Erkenntnis drängt sich schliesslich noch auf, dass die Abzugsmöglichkeit der Kapitalsteuer vom Ertrag juristischer Personen kaum zu einer grossen Verzerrung der Verhältnisse führt.

Bei höherer, konstanter Teuerungsrate

Bei höherer Anfangsteuerung ergibt sich die aufgrund der theoretischen Formulierung im Anhang ebenfalls erwartete Verbesserung sämtlicher wesentlicher Einflussgrössen. Sowohl die Rendite, als auch der reale Cash Flow verbessern sich. Und selbstverständlich profitiert auch die Finanzierung im Verhältnis zur Abschreibung von der allgemeinen Teuerung. Dieses Resultat ist einerseits auf den erhöhten Inflationsgewinn zurückzuführen, andererseits aber auch auf die gesetzlich zulässige Bruttorendite, die eine Verbesserung der Gesamtkapitalrendite im Rahmen der Erhöhung der allgemeinen Teuerung zulässt, was sich bei Fremdfinanzierung sehr positiv auswirkt. Ohne Fremdfinanzierung verringert sich der Effekt deshalb deutlich.

Bei unerwarteter Veränderung der Teuerungsrate

Nach der Diskussion des Niveau-Effekts der Teuerung kann nun die Wirkung einer Teuerungsveränderung diskutiert werden. Diese ist stark belehnungsabhängig, da das schweizerische Mietrecht auf eine Belehnung von 60 % ausgerichtet ist. Da die Umfrageergebnisse

¹² In der Literatur wird hier häufig der Grenzsteuersatz verwendet. Wir bevorzugen aus Gründen der Vergleichbarkeit mit einer juristischen Person allerdings den Durchschnittssatz.

(Vgl. Kapitel 5) ergaben, dass sich bei tiefer Belehnung keine Finanzierungsprobleme ergeben, wird die folgende Kalkulation für eine Belehnung von 80 % durchgeführt.

Tabelle 8: Cash Flow und Rendite der juristischen Person bei einem Teuerungsanstieg von 3% auf 5% und Belehnung von 80%

Bilanz 1.1.			
Land	1'400'000	Hypothek	3'200'000
Gebäude	2'600'000	Eigenkapital	800'000
ökonomische Bilanz 31.12.			
Land	1'470'000	Hypothek	3'200'000
Gebäude	2'702'700	Eigenkapital	1'036'837
Cash Flow	64'137		
Erfolgsrechnung (ohne Kapitalgewinne)		Finanzierung	
Mietertrag	338'880	realer Cash Flow	61'083
Unterhaltskosten	27'300	Cash Flow / Abschreibung	2.35
Verwaltungskosten	16'944	Finanzierung / Abschreibung	8.21
Zins	227'200	Rendite	
Kapitalsteuer	2'244	reale Eigenkapitalrendite	23.4%
steuerliche Abschreibung	52'000	reale Bruttorendite m	8.1%
Gewinn / Verlust vor Steuern	13'192		
Ertragssteuer	1'055		
Cash Flow	64'137		
Abschreibung	27'300		
Gewinn / Verlust	36'837		

Im Vergleich zur Situation mit einer stabilen Teuerung von 3 % ergeben sich ebenfalls die im Anhang A2 erwarteten Effekte. Der reale Cash Flow verschlechtert sich deutlich, während sich die Finanzierung verbessert. Auch die reale Rendite steigt stark an, ein Effekt, der sich bei höherem Anteil des Fremdkapitals weiter verstärken würde. Wie die Zusammenfassung in Tabelle 9 zeigt, ergibt sich bei höherer Anfangsteuerung sogar eine Verbesserung des Cash Flows.

Schliesslich soll nun noch der Teuerungsrückgang diskutiert werden. Dabei tritt im Beispiel bei einem Rückgang der Teuerung von 3 % auf 1 % eine Cash Flow Verbesserung ein, während Rendite und Finanzierung rückläufig sind. Bei einem Rückgang der Teuerung von 7 % auf 5 % ergäbe sich jedoch ein Rückgang des Cash Flows. In diesem Falle sind Finanzierungsprobleme durchaus möglich. Dieses Resultat ist allerdings abhängig von der jeweiligen Fremdfinanzierung, da das Mietrecht auf 60 % angelegt ist. Bei tieferer Fremdfinanzierung als 80 % stellt sich schon bei tieferer Anfangsteuerung ein Rückgang des Cash Flows ein.

Fazit

Tabelle 9 fasst die Resultate eines reinen Teuerungseffekts im Rahmen des schweizerischen Miet- und Steuerrechts zusammen. Diese Effekte schwächen sich allerdings ab, je tiefer die Belehnung liegt. Ausserdem ist die Teuerungsrate ab der bei einem Teuerungsanstieg eine Verbesserung des Cash Flows zu beobachten ist bei tiefer Belehnung niedriger.

Der einzige Fall bei dem – ausgehend von einer mietrechtlich gestatteten Bruttorendite - Finanzierungsprobleme auftauchen können, ist ein Rückgang der Teuerung von relativ hohem Niveau. Dies liegt daran, dass die Senkung des Hypothekarzinssatzes an die Mieter weitergegeben werden muss, ohne dass vorgängig (beim Anstieg der Teuerung) eine ebensolche Erhöhung stattfand. Deshalb ist der Zeitpunkt des Erwerbs von entscheidender Bedeutung.

Allerdings ergeben sich aus den obigen Beispielen auch bereits andere Erkenntnisse. Bei einer rückläufigen Belehnung oder einem Immobilienpreiserfall gleichzeitig mit einem Teuerungsanstieg können sich ebenfalls Finanzierungsprobleme ergeben. Auch ein Anstieg der

Leerwohnungsquote verschlechtert Cash Flow und Rendite, was allerdings nur bei sehr hohem Niveau ein Problem darstellt. Grundsätzlich bleibt als Schlussfolgerung dieses Abschnittes, dass Finanzierungsprobleme hauptsächlich bei Objekten mit ungenügender Anfangsrendite (also überhöhtem Kaufpreis) und hoher Fremdfinanzierung zu finden sein dürften. Da natürliche Personen insgesamt eher schlechter gestellt sind, dürfte sich das Problem ausserdem in diesem Segment akzentuieren.

Tabelle 9: Zusammenfassung der reinen Inflationseffekte

	Anfangsteuerung hoch (z.B. 5 %)			Anfangsteuerung tief (z.B. 1 %)		
	<i>Reale Rendite</i>	<i>realer Cash Flow</i>	<i>Finanzierung</i>	<i>Reale Rendite</i>	<i>realer Cash Flow</i>	<i>Finanzierung</i>
konstante Teuerung	höher als bei tiefer Anfangsteuerung	höher	höher	tiefere als bei hoher Anfangsteuerung	tiefere	tiefere
Teuerungsanstieg	deutlicher Anstieg	schwacher Rückgang, Anstieg bei höherer Teuerung	gesichert	schwacher Anstieg	deutlicher Rückgang	gesichert
Teuerungsrückgang	deutlicher Rückgang	schwacher Anstieg, Rückgang bei höherer Teuerung möglich	eventuell problematisch	schwacher Rückgang	deutlicher Anstieg	gesichert ¹

¹ Selbstverständlich ergibt sich auch bei tiefer Anfangsteuerung eine Verschlechterung der Finanzierungsmöglichkeit, doch reicht ein Rückgang der Teuerung um 2 Prozentpunkte nicht aus, um bei einer ursprünglichen Bruttorendite im Rahmen des Mietrechts Probleme zu bereiten.

Da wir zur Zeit in einer Desinflationsphase stehen, scheint die Fragestellung also auch von dieser theoretischen Analyse des reinen Inflationseffekts her durchaus berechtigt. Zur Beurteilung der effektiven Situation der Immobilienbesitzer müssen aber relative Preisverschiebungen zwischen Immobilien- und Konsumentenpreisen ebenfalls berücksichtigt werden. Die Berücksichtigung der realen Entwicklung erfolgt in Abschnitt 4.4.

4.3 Investorenverhalten bei Erneuerungsinvestitionen und Mietzinsgestaltung

Im folgenden Abschnitt soll versucht werden, die effektive Entwicklung von Cash Flow und Rendite auf dem Zürcher Markt anhand der effektiven Entwicklung der wesentlichen Einflussgrössen seit Mitte der achtziger Jahre quantitativ abzuschätzen. Dabei wollen wir zuerst auf das beobachtbare Investorenverhalten bei Erneuerungsinvestitionen eingehen und dann kurz die Mietgestaltung auf dem Markt diskutieren, da aufgrund des theoretischen Teils zu erwarten wäre, dass bei indexierten Mieten und rückläufiger Inflationsrate wesentlich weniger Probleme auftauchen als bei Anwendung der Kostenmiete. Schliesslich verwenden wir wiederum unser Musterhaus um Probleme bei der Finanzierung von Erneuerungen für verschiedene Kaufjahre zu simulieren.

Effektives Erneuerungs- und Umbauverhalten

Zur besseren Erfassung der realen Situation lohnt es sich, ein paar Resultate der Studie von Haari [11] zusammenzufassen. In dieser Studie ergaben sich unter anderem folgende Resultate:

Tabelle 10: Verhalten bei Erneuerungsinvestitionen nach Investorengruppe

	Versicherungen	Kapital- gesellschaften	Verwaltungen	Private
Erneuerung	kontinuierlich, beschränkt auf Instandsetzungen.	diskontinuierlich mit mittlerem Aufwand	kontinuierlich, beschränkt auf Instandsetzungen.	diskontinuierlich mit mittlerem Aufwand
Eigenmittel- finanzierung	95 %	84 %	78 %	68 %

Bei Modernisierung und Instandsetzungen sind 75 % aller Aktivitäten vollständig selbstfinanziert. Bei einem mittleren bis grossen Umbau allerdings nur 27 %. Die Planung der Erneuerung ist in den seltensten Fällen zyklisch, sondern entsteht je nach Bedarf, teilweise nach periodisch durchgeführten Überprüfungen. Schliesslich gilt es zu beachten, dass nur für 27 % der Wohnungen eine Baubewilligung eingeholt werden musste. Daraus ergibt sich, dass das Umbauvolumen, das sich aus der amtlichen Baustatistik ergibt, die effektive Erneuerung deutlich unterschätzt und lediglich als Indikator für Erneuerungen der Aussenhaut herangezogen werden kann.

Aus den Resultaten der Studie lässt sich schliessen, dass der Anteil der Abschreibungen am Cash Flow bei Privaten kaum systematisch einbehalten wird, um die zukünftige Erneuerung zu finanzieren. Häufig dürfte vor allem bei grösseren Arbeiten auf die Fremdfinanzierung abgestützt werden. Diesem Umstand ist bei der Analyse der folgenden Simulation Rechnung zu tragen, da diese immer davon ausgeht, dass zumindest die Abschreibungen in liquider Form einbehalten werden.

Exkurs: Effektive Mietzinsgestaltung

Im Rahmen der Fragestellung ist auch von Interesse, wie gross der Anteil der Mieten am Gesamttotal ist, die sich wie indexierte Mietzinse verhalten. Bei indexierten Mietverträgen entfällt nämlich der sonderbare Effekte der Kostenmiete, der ausgehend von hohen Mietzinsen zu einer Verschlechterung des Cash Flows führen kann. Da dieser Abschnitt für den weiteren Verlauf der Ausführungen nicht von integraler Bedeutung ist, kann er vom Leser auch übersprungen werden.

Ein Ansatz, um den Anteil indexierter Mieten abzuschätzen, ist der Vergleich der effektiven Mietentwicklung mit der Teuerung und der Hypothekarzinsentwicklung anhand einer Regression. Würden die Mietzinse nur rein von der Teuerung und der Hypothekarzinsentwicklung abhängen, so gälte¹³:

$$\begin{aligned} \text{Wachstumsrate Mietzinsen} = & \alpha * 0.8 * \text{Wachstumsrate Konsumentenpreise} + \\ & (1-\alpha) * 0.4 * \text{Wachstumsrate Konsumentenpreise} + \\ & (1-\alpha) * 2/0.0025 * \text{Veränderung Hypothekarzins} \end{aligned} \quad (8)$$

Anhand des Koeffizienten α kann dadurch der Anteil der indexierten Mietverträge am Total der Mietverträge berechnet werden. Da allerdings nicht davon ausgegangen werden kann, dass diese Gleichung der wirklichen Entwicklung vollkommen gerecht wird, werden in unsere Schätzung zusätzlich eine Konstante, die den Effekt der laufenden Qualitätsverbesserungen erfassen sollte und die Leerwohnungsquote, die Marktungleichgewichte darstellt, eingeführt.

¹³ Die Abstufung des Überwälzungssatzes des Hypothekarzinses nach der Zinshöhe wird hier nicht mehr berücksichtigt.

Die geschätzte Gleichung lautet demzufolge:

$$\begin{aligned} \text{Wachstumsrate Mietzinsen} = & \text{Konstante} + (0.4 \cdot \alpha + 0.4) \cdot \text{Wachstumsrate Konsumentenpreise im} \\ & \text{Vorjahr} + (1 - \alpha) \cdot 2 / 0.0025 \cdot \text{Veränderung des Hypothekarzinses im} \\ & \text{Vorjahr} + \beta \cdot \text{Leerstandsquote im Vorjahr} \end{aligned} \quad (9)$$

Der Anteil der Mietzinse, die sich wie indexierte Mieten verhalten, kann nun anhand des Koeffizienten der Konsumentenpreise oder demjenigen der Hypothekarzinsse gemessen werden. Da der Hypothekarzinskoeffizient vermutlich aber etwas verzerrt ist, da eventuell nicht voll überwältzt wird und/oder rückläufige Zinsen nicht an die Mieter weitergegeben werden, messen wir den Anteil anhand des Koeffizienten für die Konsumentenpreise.

Aus $0.544 = 0.4 \cdot \alpha + 0.4$ ergibt sich $\alpha = 35\%$, also ein Anteil von Mieten, die sich wie indexierte Mieten verhalten, an der Gesamtheit der Mietverträge von gut einem Drittel. Aufgrund der Standardabweichung des Koeffizienten ergibt sich allerdings auch ein relativ grosser Schwankungsbereich. Insgesamt kann aufgrund des Resultats mit grosser Sicherheit angenommen werden, dass die Anzahl der Mietverträge, bei denen die Kostenmiete zur Anwendung kommt, deutlich in der Mehrzahl ist.

Tabelle 11: Regressionsresultate

Variable	Koeffizient	t-Statistik
Konstante	0.037	3.82
Konsumentenpreise	0.544	3.62
Hypothekarzinsse	2.519	4.24
Leerwohnungsquote	-0.017	-2.28
R ² : 82%; DW 2.58		

4.4 Simulation der Entwicklung des Cash Flows auf dem Zürcher Markt für Käufe seit Mitte der achtziger Jahre und Quantifizierung der Problemfälle

Um das effektive Ausmass der Probleme bei der Finanzierung von Erneuerungsinvestitionen abschätzen zu können, wurden mit dem oben erwähnten Musterhaus Simulationen anhand der effektiven Entwicklung der relevanten Einflussgrössen (Preise, Mieten, Hypothekarzins, Leerwohnungsquote) durchgeführt. Bei einem Kauf im Jahr 1985 wurde davon ausgegangen, dass dabei die gesetzlich gestattete Bruttorendite von 2.5 % über dem Hypothekarzins noch erreicht werden konnte. Für Käufe in späteren Jahren konnte aber nur noch jene Rendite erreicht werden, wie sie sich aufgrund der Entwicklung der Mehrfamilienhauspreise und der Mieten ergab. Problematisch an dieser Hypothese ist höchstens die Wahl des Basisjahres, da eventuell auch schon 1985 keine ausreichenden Renditen mehr erzielt werden konnten. Zwischen 1980 und 1985 wuchsen die Mieten um 33 Prozent und die Immobilienpreise um 43 Prozent, während die Konsumentenpreise nur 23 Prozent zulegten. Da 1985 nach der Rezession von 1982 das kräftigste Wachstum zu beobachten war, gehen wir davon aus, dass Mieterhöhungen bei Neuvermietungen noch zu realisieren waren, zumal die Mieten stärker wuchsen, als bei reiner Anwendung des Mietrechts und bei stagnierenden Hypothekarzinsen zu erwarten gewesen wäre. Aufgrund des Preisanstiegs bei Mehrfamilienhäusern im Jahre 1986 von 15 % ist ein späteres Basisjahr kaum denkbar. Allenfalls käme eine Vorverlegung auf 1984 oder 1983 in Frage.

Tabelle 12: Cash Flow im Verhältnis zu Abschreibungen bei Kostenmiete und Belehnung von 80 %, sowie Bruttorendite¹⁴

	Erstehungsjahr									
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Bruttorendite im Erstehungsjahr	7.9 %	7.2 %	6.4 %	5.8 %	4.5 %	5.9 %	7.1 %	8.1 %	8.5 %	8.4 %
Cash Flow / Abschreibung										
1985	2.85									
1986	2.92	2.38								
1987	2.95	2.46	1.93							
1988	2.75	2.30	1.81	1.42						
1989	1.74	1.24	0.69	0.22	-1.87					
1990	1.04	0.41	-0.34	-1.01	-3.55	-1.67				
1991	1.89	1.23	0.52	-0.17	-2.85	-0.84	-0.29			
1992	2.57	1.90	1.17	0.52	-2.26	-0.15	0.41	1.14		
1993	3.85	3.33	2.76	2.32	0.23	1.91	2.29	2.87	3.33	
1994	3.52	3.08	2.61	2.25	0.53	1.92	2.24	2.73	3.15	4.08

Zur Berechnung der Entwicklung des Cash Flows wurde ausgehend von der im Kaufjahr erzielten Miete eine Entwicklung der Mietzinseinnahmen anhand der Kostenmiete berechnet. Der Besitzer behält vom Cash Flow in der Regel den Betrag der Abschreibungen ein und verteilt ihn nicht. Diese Beträge können jeweils so angelegt werden, dass die Teuerung kompensiert wird.¹⁵ Daraus lassen sich für jedes Kaufjahr die Entwicklung der Zahlungsfähigkeit insgesamt, der Fähigkeit zur Finanzierung von Abschreibungen und der Fähigkeit zur Finanzierung von Erneuerungsinvestitionen berechnen. Wie im allgemeinen Beispiel kann fremdfinanziert werden, solange die Wertsteigerung des Objekts eine solche bei gleicher Belehnungsgrenze zulässt. Die folgende Tabelle zeigt die Entwicklung des Cash Flows im Verhältnis zu den Abschreibungen für unser Mehrfamilienhaus bei einer Fremdfinanzierung von 80 %. Die Kopfzeile weist dabei die jeweiligen Kaufjahre und anfänglich erzielte Bruttorendite aus. Im Jahre 1989 beispielsweise konnte das Durchschnittsobjekt noch mit einer Bruttorendite von 4.5 % erstanden werden. In diesem Jahr betrug der Cash Flow im Verhältnis zu den Abschreibungen -1.9, war also negativ. Für dieses 1989 erstandene Objekt verbesserte sich der Cash Flow erst im Jahre 1993 wieder in den positiven Bereich.

Aufgrund der ungenügenden Anfangsrendite machen sich die steigenden Hypothekarzinsen ab 1988 deutlich bemerkbar und führen zu negativen Cash Flows. Durch den Immobilienpreisanstieg waren aber bis 1991 keine Finanzierungsprobleme bemerkbar. Danach halten diese aber bis 1995 an. Besonders dramatisch präsentiert sich die Situation bei einem Kauf im Jahr 1989. Zahlungs- und Finanzierungsprobleme sind von Beginn weg vorhanden und halten an. Gleiches - wenn auch in etwas geringerem Ausmass - lässt sich von einem Kauf 1990 sagen. Bei 1991 gekauften Objekten halten sich zumindest die Zahlungsprobleme in Grenzen, da der Cash Flow ab 1992 wieder positiv wird. Die Finanzierung von Erneuerungsinvestitionen fällt hier aber anhaltend schwer. Ab 1993 stimmt dann die anfängliche Bruttorendite wieder und der weitere

¹⁴ Dieses Resultat bestätigt auch die 1992 bereits deutlich vollzogenen Preiskorrektur bei Wohnimmobilien. Die auf dem Markt im betreffenden Jahr erzielbare Bruttorendite stimmt ziemlich genau mit den nach den Umfrageergebnissen von Farago verlangten Bruttorenditen überein. Dies bestätigt uns nicht nur in unserer Analyse, sondern auch in der Wahl des Basisjahres 1985.

¹⁵ Dies ist sicherlich eine gewagte Annahme, aber jede andere ist es ebenso. Insgesamt ist die Kapitalisierung für unsere Ergebnisse irrelevant, weshalb hier relativ rudimentär vorgegangen wird.

Immobilienpreiszerfall hält sich in Grenzen. Die Finanzierung der Erneuerungs-investitionen bildet kaum mehr ein Problem, da sich der Teuerungsrückgang positiv auswirkt.

Für nicht fremdfinanzierte Objekte soll auf die Tabelle verzichtet werden, da die Finanzierung von Erneuerungsinvestitionen aufgrund des viel höheren Cash Flows und der immer möglichen Fremdfinanzierung niemals ein Problem darstellt. Interessant ist aber auch ein Blick auf die Eigenkapitalrenditen. Diese verlaufen viel stabiler als bei Fremdfinanzierung. Da die Verluste vom gesamten Anlagekapital getragen werden und nicht nur einen beschränkten Eigenmittelanteil betreffen, ist nur bei Käufen im Jahre 1989 eine anhaltend negative Durchschnittsrendite zu beobachten, während dies bei 80 % Belehnung die von 1987 bis 1991 gekauften Objekte betrifft.

Aufgrund obiger Annahmen, reicht es, die Anzahl Objekte, die zwischen 1989 und 1990 gekauft wurden, zu erfassen und ins Verhältnis zum Zürcher Immobilienbestand zu setzen, um eine Idee über das Ausmass der Probleme bei der Finanzierung der Erneuerung zu erhalten. Dies führt wie erwartet zu einem eher beschränkten Anteil gefährdeter Objekte: Lediglich 2.3 % der Objekte im Kanton Zürich sind aufgrund dieser Annahme akut gefährdet. Berechnet man das Verhältnis des Betrags der Handänderungen (ohne Land) zum Substanzwert der Zürcher Wohnimmobilien von 1990, so ergibt sich sogar ein Verhältnis von nur 2.1 %. Allerdings muss an dieser Stelle nochmals darauf hingewiesen werden, dass verschiedene Annahmen, dieses Resultat positiv beeinflussen:

- Die Belehnungsgrenzen bleiben immer gleich, während heute teilweise sicherlich mit deutlich reduzierter Bankbelehnung gerechnet werden muss.
- Die Besitzer behalten den Betrag der Abschreibungen ein. Der Gesamtertrag der Immobilie wird nicht konsumiert.
- Die in den späten achtziger und in den neunziger Jahren neu erstellten Objekte sind in obiger Kalkulation überhaupt nicht berücksichtigt.

Es ist zu erwarten, dass vor allem durch rückläufige Bankbelehnung auch 1988 und 1991 gekaufte Objekte in die Problemzone rutschen könnten, womit sich der Prozentsatz gefährdeter Immobilien auf wohl nicht mehr vernachlässigbare 4.6 % erhöht, ohne dass in dieser Zahl die Neubauten, die ebenfalls unter Druck stehen, berücksichtigt wären. Würden diese zusätzlich einbezogen, so dürfte sich der Anteil von Liegenschaften mit Finanzierungsproblemen auf rund 10 % belaufen.

5 Eine Umfrage bei institutionellen Anlegern und Verwaltungen

5.1 Die befragten institutionellen Anleger

Studenten der Zürcher Hochschule Winterthur¹⁶ haben im Rahmen ihrer Gruppendiplomarbeit zwischen Juni und Oktober 1997 16 Unternehmen zur konkreten Situation auf dem Immobilienmarkt befragt. Tabelle 13 zeigt die wichtigsten Merkmale der teilnehmenden Unternehmen. Grundlage der Umfrage bildete ein Fragebogen, welcher in Absprache mit einem Immobilienexperten erstellt und den Interviewpartnern vorgängig zugestellt worden war. Der Interviewbogen ist in drei Teile gegliedert. Der erste umfasst die Kalkulationspraxis, der zweite die Finanzierungsschwierigkeiten, der dritte die wichtigsten Ursachen allfälliger Finanzierungsprobleme. Die Kalkulationsgrundlagen und die Brutto- und Nettorendite werden im folgenden im Abschnitt 5.2 behandelt, darauf wird im Abschnitt 5.3 auf die veränderte wirtschaftliche Situation und die sich daraus ergebenden Verhaltensänderungen eingegangen. In den Abschnitten 5.4-5.11 wird schliesslich den Problemen, welche den zu verfolgenden Strategien der Immobilienbesitzer entgegenstehen, nachgegangen. Auf Wunsch der Interviewteilnehmer wurden die Resultate der Umfrage anonymisiert und die Zuordnung der Ergebnisse nur gruppenweise vorgenommen.

Tabelle 13: Die befragten Unternehmen

	Anzahl	Anzahl verwalteter Mietwohnungen	Eigene Liegenschaften in %	Eigenkapitalfinanzierung, Anteil in %
Reine Verwaltungsgesellschaften	2	37 000	0	Individuell
Gemischte Verwaltungsgesellschaft (Bank)	1	4300	6 ¹	Individuell
Städtische Immobilienverwaltung ²	1	980	100	100
Pensionskassen	5	19 145	100	100
Baugenossenschaft	1	3 577	100	10
Fonds	2	17 358	100	80-90
Versicherungen	2	42 600	100	100
Generalunternehmer	2	3 300	25	25 - 50
Total	16	128 260		

¹ Die Befragung bezieht sich nur auf die verwalteten Liegenschaften. Bei den ersteigerten Liegenschaften handelt es sich in der Regel um Verlustliegenschaften.

² 20 % der Liegenschaften gehören der städtischen Pensionskasse.

Die befragten 16 Unternehmen kontrollieren zusammen 128 260 Mietwohnungen. Detaillierte Angaben zur Mietpreiskalkulation waren nur von 11 Unternehmen zu erhalten. Drei Verwaltungsgesellschaften, welche Liegenschaften von Privaten und Institutionellen in ihrem Portefeuille halten, war es nicht möglich, nähere Zahlenangaben zu liefern. Sie verwalten die Liegenschaften im herkömmlichen Sinne, ohne die Eigentümer in Finanzierungs-, Kalkulations- und Baufragen zu beraten. Eine der beiden Gesellschaften liefert zumindest Vorschläge für marktgerechte Mieten und alle zwei Jahre einen Zustandsbericht. Eine Versicherungsgesellschaft und eine Pensionskasse waren nicht in der Lage, die gewünschten Informationen abzugeben. Die meisten Resultate zu den Kalkulationssätzen, welche weiter unten präsentiert werden, stammen

¹⁶ Boss, M. u.a. [2]

somit aus den Antworten von 11 Gesellschaften. Diese verwalten zusammen 66 960 Mietwohnungen; das sind rund 8 % des gesamten Immobilienbestandes der Institutionellen in der Schweiz¹⁷. Sie sind zum grössten Teil eigenfinanziert. Vom Einbruch bei den Liegenschaftspreisen, den gedrückten Mieten und dem erhöhten Leerwohnungsbestand sind die Pensionskassen am wenigsten betroffen, weil ihre gesetzliche Mindestrendite nicht gefährdet ist und sie einen Performance-Vergleich in der Regel nicht eingehen müssen. Am meisten setzen sich die Fonds und die Generalunternehmer mit der aktuellen Situation auseinander, weil sie laufend der Bewertung durch den Markt ausgesetzt sind. Dazwischen sind die städtische Verwaltung und die Versicherungen anzusiedeln, die eine gewisse, sich in letzter Zeit verstärkende öffentliche Kontrolle verspüren, letztlich aber immer auf einen weiteren Zustrom von eigenen Mitteln zählen können, und somit ebenfalls nicht zu sehr dem Druck des Marktes ausgesetzt sind. Am ehesten sind Probleme bei den Genossenschaften zu erwarten, da diese die höchste Fremdfinanzierung aufweisen.

Aus Tabelle 14 lässt sich die Zusammensetzung des Liegenschaftsbestandes der befragten Unternehmen entnehmen.

Tabelle 14: Der Liegenschaftsbestand der befragten Unternehmen

	Liegenschafts- bestand in der Ostschweiz, Anteil in %	Neubauten (max. 10 Jahre alt in)	Preiskategorie ¹ , Anteil in % U = untere M = mittlere H = hohe	Leerwoh- nungsbe- stand in %
Reine Verwaltungsgesellschaften	50 ZH / 50 CH	50	28 U / 65 M / 7 H	1,5
Gemischte Verwaltungsgesellschaft (Bank)	99	25	40 U / 50 M / 10 H	1 - 2
Städtische Immobilienverwaltung	100	17	33 U / 33 M / 34 H	0
Pensionskassen	63	40	18 U / 79 M / 3 H	1,75
Baugenossenschaft	100	5	k. A.	k. A.
Fonds	42	9	20 U / 70 M / 10 H	1,3 und k. A.
Versicherungen	51	20	7 U / 90 M / 3 H	1-2 und k. A.

¹ Die Einstufung in die verschiedenen Kategorien erfolgte nach der Selbsteinschätzung der Befragten

Schwerpunktmässig deckt die Umfrage den Kanton Zürich und die Ostschweiz ab. Einige der Interviewpartner unterhalten aber auch Liegenschaften in der Westschweiz (Pensionskassen 13 %, Fonds 29 %, Versicherungen 30 %) und in der übrigen Schweiz (Pensionskassen 24 %, Fonds 29 %, Versicherungen 20 %). Das Alter des Liegenschaftsbestandes scheint vor allem bei den Verwaltungsgesellschaften und den Pensionskassen im Verhältnis zum Gesamtwohnungsbestand in der Schweiz relativ jung. Wohnungen des gehobenen Standards - sogenannte Luxuswohnungen - werden wenige gehalten. Der Leerwohnungsbestand liegt im Vergleich zum Durchschnitt des Kantons Zürich von 0,98 % im Jahr 1997 relativ hoch¹⁸.

¹⁷ 68,7 % der Wohnungen sind im Eigentum von Privatpersonen. Innerhalb der Institutionellen sind die wichtigsten Gruppen die Bau- und Immobiliengesellschaften mit 7,4 %, die Personalvorsorgestiftungen mit 5,9 %, die Wohnbaugenossenschaften mit 4,5 % und die Versicherungen mit 3,4 % am gesamten Wohnungsbestand. Die geringste Bedeutung kommt der öffentlichen Hand mit 2,7 % und den Immobilienfonds mit 1,4 % zu. BfS [29]

¹⁸ Gurtner, P. [10]. Gesamtschweizerisch liegt der Satz bei 1.82 %.

5.2 Mietzinsgestaltung und Kostenmanagement

Bestandesaufnahme

Neben dem marktwirtschaftlich möglichen und dem mietrechtlich erlaubten Mietzins bzw. Mietzinsanstieg ist für den Investor die Bestimmung des betriebswirtschaftlich richtigen Mietzinses relevant. Die Kalkulation des Mietzinses erlaubt nicht nur, den Erwerbspreis zu bestimmen, sondern garantiert auch eine angemessene Rendite sowie die Finanzierung der Erneuerung und der Ersatzbeschaffung.

Als Kalkulationsgrundlage dienen folgende Kostenkomponenten:

- Finanzierungskosten
- Betriebskosten
- Laufende Unterhaltskosten
- Abschreibungen und Rückstellungen

Die Verteilung des Bruttomietzinses auf diese vier Kostenarten, wie sie sich aus den Antworten der Unternehmen ergeben, ist in Tabelle 15 aufgelistet.

Die 11 befragten Unternehmen waren aufgefordert, ihre Zahlen in % des Bruttomietzinses und in % des Gebäude- bzw. Anlagewertes zu beziffern. Beide Zahlen konnten nur von einem einzigen Teilnehmer geliefert werden, weshalb bei einigen Antworten die jeweiligen Zahlen im Verhältnis zum Bruttomietzins umgerechnet werden mussten. Ausserdem wurde von der Annahme ausgegangen, der Gebäudewert mache 75 % des Anlagewertes aus. Eine weitere Annahme musste getroffen werden, weil Angaben zur Finanzierung fehlten. Hier sind die Finanzierungskosten als Restgrösse gemäss Finanzierungsstruktur in Tabelle 13 eingesetzt worden. Trotz diesen Ergänzungen sind immer noch Differenzen unter "Übrige" geblieben, welche nicht erklärt werden

Tabelle 15: Verwendung des Mieterfrankens bei 11 Institutionellen 1997 (in % des Bruttomietzinses)

	Stadt	PK1 ¹	PK2	PK3	PK4	BG ¹	Fonds1	Fonds2	Vers. ¹	GU1 ¹	GU2
Fremdkapital-Kosten	0	0	0	0	0	39	8.4	4.4	0	27	56
Eigenkapital-Kosten	66.9	52	68	68.5	65.8	2	39.4	62.50	74	27	22
Betriebskosten	9.1	15	17	2.9	17	18	13.2	12.5	10	13	17
Unterhaltskosten	24	8	6	14.3	7.6	18	14	10	16	8	5
Abschreibungen	0	0	6	0	9.6	16	0	0	0	0	0
Rückstellungen	0	25	3	14.3	0	12	25	3.8	0	25	0
Übrige						-5		6.8			

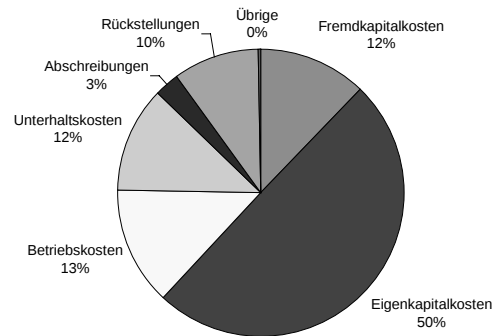
¹ PK = Pensionskasse, BG = Baugenossenschaft, Vers. = Versicherung, GU = Generalunternehmung

können. Bei den Zahlen handelt es sich teilweise um Erfahrungswerte, welche von den Befragten geschätzt wurden, und nicht um eine Evaluation der Buchhaltung.

Bevor auf die einzelnen Kennzahlen im Detail eingegangen wird, soll ein Vergleich der gewonnenen Zahlen mit der Kostenstatistik der Zürcher Baugenossenschaften - der umfassendsten Statistik in diesem Bereich - einen ersten Eindruck über deren Aussagekraft geben.

Bei den Genossenschaften handelt es sich um gemeinnützige Institutionen, weshalb die Mieten in der Regel markant unter denjenigen privater Anbieter liegen, gemäss Mietpreisstrukturerhebung um rund 25 %¹⁹. Dies zeigt sich gegenüber den Institutionellen am geringeren Anteil, den der Kapitaldienst ausmacht. Zudem sind Genossenschaften nur zu rund 5 % des Buchwertes mit Eigenkapital finanziert, während die befragten Unternehmen grösstenteils eigenfinanziert sind. Zuletzt ist auch noch zu vermerken, dass die Genossenschaften in den letzten Jahren einen spürbaren Praxiswandel durchgemacht haben, indem sie vermehrt Abschreibungen und Rückstellungen zu tätigen begannen. Um eine gewisse Vergleichbarkeit zu erreichen, ist die Miete der Genossenschaften um 25 % anzuheben. Damit sinken die Betriebskosten auf 14 %, die Unterhaltskosten auf 18,3 % und die Abschreibungen und Rücklagen auf 19,5 %. Damit wird eine fast vollständige Übereinstimmung mit den Betriebskosten der befragten Unternehmen erreicht, während Unterhaltskosten und Abschreibungen / Rückstellungen bei den Genossenschaften markant höher als bei den Interviewpartnern liegen. Darin kommt einerseits der grosse Nachholbedarf nach Erneuerungen aber auch die gewandelte Philosophie der Genossenschaften zum Ausdruck, Renovationen wenn möglich laufend vorzunehmen und grössere Sanierungen über die laufenden Erträge zu erwirtschaften und nicht einfach auf spätere Generationen zu überwälzen.

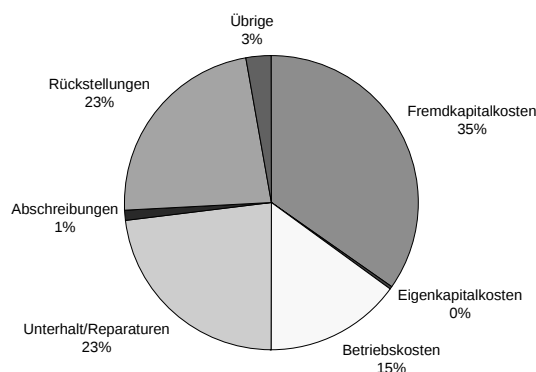
Abbildung 6: Verwendung des Mieterfrankens bei 11 institutionellen Anlegern¹



¹ ungewichteter Durchschnitt

Auf drei Kostenarten soll im folgenden näher eingegangen werden: die Unterhaltskosten, die Abschreibungen und die Rückstellungen. Die Finanzierungskosten sowie die Betriebskosten

Abbildung 7: Verwendung des Mieterfrankens nach der Kostenstatistik der Zürcher Baugenossenschaften



Quelle: Schweizerischer Verband für Wohnungswesen SVW, Zürich 1997

werden im Verlauf der Arbeit nicht weiter thematisiert. Die Finanzierungskosten sind allgemein zugänglich und spielen hier nur insofern eine Rolle, als sie einerseits stark gesunken sind, sich andererseits durch Innovationen auf dem Finanzmarkt zusätzlich verringert und letztlich überhaupt die verstärkte Dotierung der anderen Positionen erst ermöglicht haben. Die Betriebskosten - Kosten, welche bei der Verwaltung einer Liegenschaft anfallen und dem Mieter auch von Gesetzes wegen verrechnet werden dürfen - halten sich im Rahmen des von den

¹⁹ BFS [29]

Zürcher Genossenschaften vorgegebenen Richtwertes und werden in dieser Studie nicht weiter verfolgt, sie sind auch für die weiteren Ausführungen nicht von Belang. Einzig Pensionskasse 2 mit auffallend niedrigen Sätzen verdient hier Erwähnung. Diese vergibt die Verwaltung an Dritte und kalkuliert deshalb ohne die Betriebskosten.

Laufende Unterhaltskosten

Laufende Unterhaltskosten entstehen bei der Beseitigung von durch Abnutzung, Alterung und Witterungseinwirkungen entstandenen Mängeln. Als Unterhaltskosten gelten nur die Kosten für Reparaturen, nicht jedoch wertvermehrende Investitionen. Gemäss einer Erhebung des Schweizerischen Hauseigentümergegenverbandes werden im Durchschnitt aller Mehrfamilienhäuser in den ersten 10 Jahren nach Erstellung (bei einem angenommenen Hypothekarzinsniveau von 5 %) rund 6,5 % der Mietpreise zur Deckung des laufenden Unterhaltsaufwandes benötigt. In den folgenden 20 Jahren wächst dieser Anteil bereits auf rund 12,5 % und im Durchschnitt der über 30-jährigen Gebäude erreicht er 19,5 %²⁰. Gemäss der Statistik der Zürcher Baugenossenschaften bewegt sich dieser Wert im Durchschnitt aller Alterskategorien bei 22,7 % des Bruttomietzinses²¹. Dabei ist zu berücksichtigen, dass letzterer um rund 25 % unter dem zürcherischen Mittel liegt, womit dieser Satz zum Vergleich auf 18,3 % reduziert werden kann.

Die Umfrage ergab Unterhaltswerte zwischen 5 und 24 % des Bruttomietzinses, wobei gut die Hälfte unter 12,5 % lagen, und somit eher zu tief angesetzt waren. In % des Gebäudewertes liegt die Mehrheit der Nennungen im empfohlenen Bereich von 1 bis 1,5 %²².

Abschreibungen und Rückstellungen

Laufender Unterhalt, Rückstellungen und Abschreibungen sind eng miteinander verknüpft. Während ersterer den ständig anfallenden Reparaturbedarf deckt, sind Rückstellungen insbesondere für grössere Erneuerungsarbeiten unumgänglich. Die Abschreibungen schliesslich ermöglichen den Ersatz des Objektes nach vielleicht 75 - 100 Jahren²³. Auch gut unterhaltene Liegenschaften müssen in der Regel einmal ersetzt oder, was kostenmässig vergleichbar ist, einer Gesamtanierung unterzogen werden.

Ob eine grössere Erneuerungsarbeit buchhalterisch im laufenden Unterhalt erscheint, über die Auflösung von Rückstellungen oder aber über Abschreibungen finanziert wird, ist betriebswirtschaftlich unerheblich. Je grösser der Immobilienbestand, desto eher werden auch grössere Erneuerungsarbeiten bis zu Gesamtanierungen über den laufenden Unterhalt abgebucht. Eine der befragten Pensionskassen, welche früher Rückstellungen zu bilden pflegte, ist heute aus praktischen Gründen dazu übergegangen, den gesamten Renovationsaufwand über den laufenden Unterhalt abzubuchen.

Rückstellungen bilden etwas mehr als die Hälfte der Befragten. Die Sätze liegen zwischen 0,2 und 2,0 % des Gebäudewertes. Die städtische Liegenschaftsverwaltung darf von Gesetzes wegen keine Abschreibungen und Rückstellungen tätigen. Nur in einem Fall ist der ebenfalls gefragte

²⁰ Gratz [8]

²¹ Schweizerischer Verband für Wohnungswesen [34]

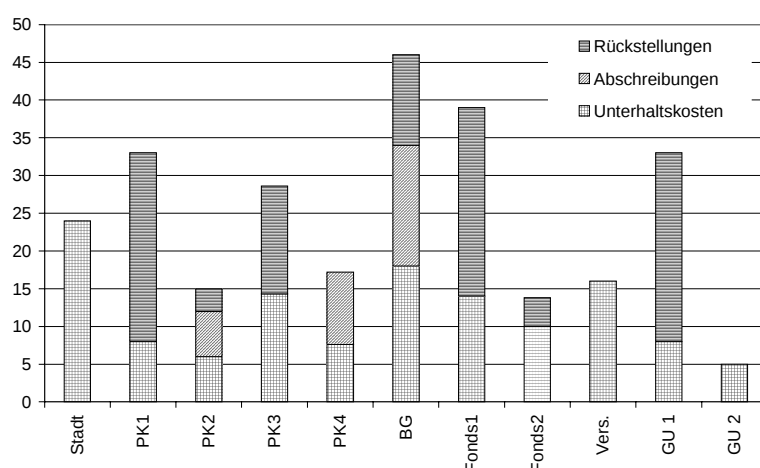
²² Blöchliger u.a. in Gratz [8]. Die in den Steuergesetzen anzutreffende Norm, die Unterhaltssätze mit steigendem Alter anzuheben, ist betriebswirtschaftlich wenig sinnvoll, muss doch die Abnutzung gleichmässig auf alle Jahre verteilt werden. Jede andere Lösung widerspricht auch der Gerechtigkeit gegenüber den Mietern.

²³ Gratz [8]

Soll-Wert höher als der Ist-Wert. Die zur Anwendung kommenden Sätze beruhen mehrheitlich auf Erfahrungswerten und stellen nur in einem Fall (Fonds) auf Wiederbeschaffungswerte ab.

Von den befragten Investoren gaben 2/3 an, keine Abschreibungen vorzunehmen. Der restliche Drittel gab einen Abschreibungssatz zwischen 0,44 und 1 % an. Blöchliger u.a. empfehlen, jährlich ½ % des Gebäudewertes abzuschreiben. Die beiden Fonds und Pensionskasse 2 berücksichtigen die Entwertung am rigorosesten anhand einer laufenden Neubewertung der Liegenschaften. Die entsprechenden Kapitalgewinne und -verluste werden aber nicht über Abschreibungen, sondern als ausserordentlicher Ertrag bzw. Aufwand verbucht. Ein einziger

Abbildung 8: Unterhaltskosten, Abschreibungen und Rückstellungen bei 11 institutionellen Anlegern in % des Bruttomietwerts 1997¹



¹PK = Pensionskasse, BG = Baugenossenschaft, Vers. = Versicherung, GU = Generalunternehmung

Interviewpartner beabsichtigt in Zukunft den Abschreibungssatz anzuheben. Eine städtische Verwaltung, eine Versicherung und eine Generalunternehmung / Verwaltung berücksichtigen weder Rückstellungen noch Abschreibungen. Bei der Versicherung und der Generalunternehmung wird diese Unterlassung auch nicht durch höhere laufende Unterhaltskosten wettgemacht. Beide geben an, aus dem laufenden Mietertrag den Unterhalt problemlos finanzieren zu können²⁴.

Abbildung 8 zeigt die uneinheitliche Praxis der befragten Investoren. Der Gesamtaufwand für Unterhalt, Rückstellungen und Abschreibungen schwankt zwischen 5 und 46 % des Bruttomietwertes, der ungewichtete Durchschnitt liegt bei 25 %. 6 der 11 Antwortenden nennen eine Summe von weniger als 26 %, der ungefähren Richtlinie des Hauseigentümerverbandes²⁵. Verglichen mit der Kostenstatistik der Zürcher Baugenossenschaften, welche auf eine Summe von 47,3 % bzw. korrigiert²⁶ auf 37,8 % kommt, liegen sogar 10 bzw. 9 von 11 Nennungen unter der Vorgabe²⁷. Hier zeichnet sich eine Lücke ab, welche im weiteren Verlauf noch zu thematisieren sein wird.

Ein wichtiges Ziel der gesamten Untersuchung, die Abweichung zwischen Ist- und Sollwerten zu ermitteln, konnte nicht erreicht werden. 10 der befragten Personen konnten oder wollten keine Angaben zu den Sollwerten abgeben. Bei den restlichen 6 Unternehmen stimmen Ist- und Sollwerte weitgehend überein. Je eine Nennung betrifft die Betriebs- und die Unterhaltskosten, die gesenkt werden sollen, je eine die Abschreibungen und die Rückstellungen, die erhöht wer-

²⁴ Die Versicherung differenziert ihre Unterhaltskosten, welche 16 % des Bruttomietzinses betragen, nach laufendem Unterhalt 7-8 %, grösseren Renovationen (2,5 - 3,5 %) und Übriges (5 %).

²⁵ 12 % Unterhalt und ½ % Abschreibung vom Gebäudewert (= 14 % bei einer Bruttorendite von 7 %).

²⁶ Die Mieten der Genossenschaften liegen rund 25 % tiefer als die übrigen Mieten. Entsprechend kann auch der Aufwand zu Vergleichszwecken reduziert werden

²⁷ Schweizerischer Verband für Wohnungswesen [34]

den sollen. Letztere stammt von einer Pensionskasse, die die Abschreibungen infolge Mindereinnahmen reduziert hat.

Die Praxis bezüglich Abschreibungen und Rückstellungen hat sich in den letzten Jahren kaum verändert. Trotz des konjunkturellen Umschwungs und der desinflationären Entwicklung ist keine der befragten Unternehmungen zu höheren Sätzen übergegangen.

Brutto- und Nettorendite

Die Angaben zur Bruttorendite liegen eng beieinander: von 6,1 % bei der Baugenossenschaft bis zu 7,5 % bei einer Verwaltung. Einzig ein Fonds schlägt mit einem Satz von 11 % nach oben aus. Nur wenige geben eine Soll-Rendite an, die über der erzielten liegt.

Tabelle 16: Brutto und Nettorendite

Bruttorendite	Bank	Stadt	PK1¹	PK2	PK3	PK4	PK5	BG¹	Fonds1	Fonds2	Vers.¹	GU 1¹	GU 2
IST	7.5	6.6	k.A.	7	7	k.A.	8.3	6.1	k.A.	11	6.5	6	5.4
SOLL	7.5	6.6	k.A.	8	7	8.25	k.A.	k.A.	k.A.	k.A.	7	6.5	k.A.
Beim Kauf	7.5	6.5	k.A.	7	6.5	6.5	8	k.A.	k.A.	7	6.5	6.5	8
Nettorendite													
IST	4.5	4.7	5.3	4.2	5	k.A.	5.5	3.6	k.A.	8.8	4.7	5	6.2
SOLL	4.5	4.5	4	4.7	4.7	6	6	k.A.	6.5	k.A.	4.7	5	k.A.
Beim Kauf	4.75	4.5	k.A.	4.2	4.75	5.75	5	k.A.	6.5	5	4.75	4.75	4.8

¹ PK = Pensionskasse, BG = Baugenossenschaft, Vers. = Versicherung, GU = Generalunternehmung

Die Bruttorendite, welche als Massstab bei einem Liegenschafts Kauf angelegt wird, beträgt zwischen 6,5 und 8 % (9 Nennungen). Diese liegt teilweise unter der Sollrendite auf dem Bestand. Dieser Sachverhalt lässt sich wohl nur damit erklären, dass die Käufer auch in Zukunft mit Wertsteigerungen und/oder Mietzinssteigerungen rechnen.

Vergleicht man diese Resultate mit der von Farago erhobenen befriedigenden Rendite²⁸, dann kommt man zu einem erstaunlichen Ergebnis. Faragos Bruttorendite, welche von allen Eigentümern als befriedigend taxiert wurde, betrug 1992 8.0 % bei einer Bundesobligationenrendite von 6,4 % und einer Inflationsrate von 4 %. Die von uns erhobene Bruttorendite kommt bei einer Bundesobligationenrendite von 3,4 % und einer Teuerungsrate von 0,4 % zustande. Somit dürfte sich rein von dieser Kenngrösse her die reale Situation der Immobilieneigentümer verbessert haben.

Grössere Schwankungen ergeben sich bei der Nettorendite. Sie liegt zwischen 3,6 % bei der Baugenossenschaft und 6,2 % bei einer Generalunternehmung. Generalunternehmung 2 weist als einzige eine höhere Nettorendite als Bruttorendite aus. Wiederum weicht ein Fonds mit 8.8 % stark nach oben ab. Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass diese Renditen fast ausnahmslos über der mietrechtlich erlaubten Nettorendite liegen, welche für die Beurteilung der Missbräuchlichkeit von Mietzinserhöhungen von den Gerichten herangezogen werden kann. Hier zeichnet sich mietrechtlich ein erstes Problem ab. Mit zwei Ausnahmen weisen denn auch alle Institutionellen darauf hin, dass diese mietrechtlich erlaubte Rendite zu tief angesetzt sei (Vgl. Abschnitte 5.9 und 6.12).

²⁸ Farago, P. [6]

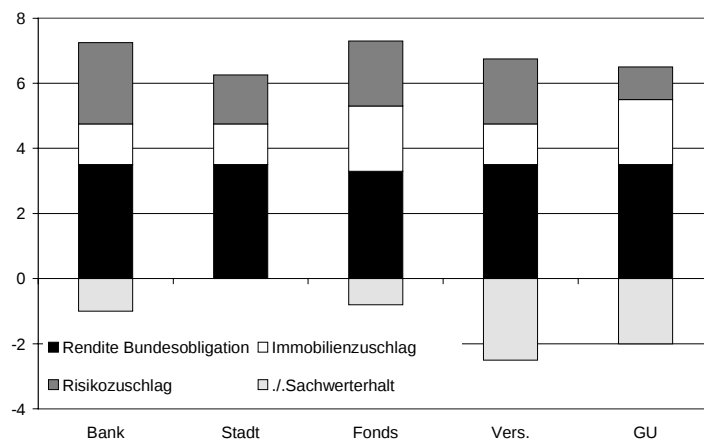
Die geforderte Nettorendite beim Liegenschafts Kauf schwankt zwischen 4,2 % (Pensionskasse) und 6,5 % (Fonds). Sie ist mit einer Ausnahme tiefer als die Soll-Rendite auf dem Liegenschaftsbestand.

Beim Vergleich der Ist- mit den Sollwerten sind keine grossen Abweichungen festzustellen. Eine Versicherung bekräftigt jedoch, dass alle Liegenschaften, welche seit 1987 erworben wurden (rund 15 %), nicht mehr kostendeckend seien. Sie wurden zu übersetztem Preis erworben, der Markt lässt keine Mieterhöhung mehr zu und die Bewilligungsverfahren verteuern die Erneuerung.

Der Markt lässt auch die Ausnützung von Mietzinsreserven, welche immerhin neun der Befragten in der Höhe von bis zu 20 % angeben, zum heutigen Zeitpunkt kaum zu.

Interessant wäre zu erfahren, wie es in der Praxis zu derart einheitlichen Vorstellungen über die anzustrebende Brutto- und Nettorendite kommt. Die Aufteilung der entsprechenden Schlüsselgrössen nach einem vorgegebenen Schema hätte hier Aufschluss geben sollen. Sie fällt den Interviewpartnern offensichtlich schwer, sind hierzu doch nur 5 Befragte bereit.

Abbildung 9: Aufschlüsselung der Nettorendite¹



¹Vers. = Versicherung, GU = Generalunternehmung

Augenfällig ist, dass bei der Unterlegung der Bundesobligationenrendite einheitlich vom gegenwärtigen Satz ausgegangen wird, und nicht etwa von einem langfristigen Durchschnitt. Risiko- und Immobilisierungszuschlag schwanken zwischen 1 und 2 %. Grössere Differenzen sind beim Abzug für den Inflationsschutz auszumachen: Dieser schwankt zwischen 0 und 2,5 %.

Gänzlich unbefriedigend sind die Antworten zur Veränderung der einzelnen Komponenten der Nettorendite ausgefallen. Sicher ist, dass der Risikozuschlag heute höher ausfallen muss, als noch vor Einbruch der Rezession 1991.

5.3 Die Berücksichtigung der Inflation

Wie aus Abschnitt 4.1 ersichtlich, ist die Inflation ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Mieten. Wo die Marktkräfte spielen - vor allem bei Neubauten, aber auch teilweise nach Gesamtanierungen oder bei der Geltendmachung der orts- und quartierüblichen Miete - ist zwischen Mietpreis-, Baukosten-, Bodenpreis- und Liegenschaftspreisentwicklung zu unterscheiden. Bei vermieteten Wohnungen dagegen geht die Inflation auf der Basis des Landesindex der Konsumentenpreise einmal in Form der Kaufkraftreicherung des investierten Eigenkapitals, dann auf der Basis des Baukostenindex über die Baukostenteuerung und zuletzt über den Nominalzins in Form von Hypothekarzinsüberwälzungen in die Mieten ein (Vgl. Abschnitt 3.1).

Diese beim einzelnen Objekt recht verschlungenen Pfade der Inflationsüberwälzung treten in den Umfrageergebnissen nicht klar zutage. Bei der Bewertung des Liegenschaftsbestandes sind alle Varianten anzutreffen. Während eine grosse Mehrheit die Inflation überhaupt nicht berücksichtigt, werden von drei Unternehmen die Werte teilweise oder ganz durch periodische Verkehrswertschätzungen oder durch eine Indexierung berücksichtigt. Hier zeichnet sich ein Problem ab, das weiterverfolgt werden muss. Die Interviewten sind sich über die Rolle der Inflation nicht im Klaren.

5.4 Strategie zur Überwindung der gegenwärtigen Schwächephase

Obwohl die Befragten im Wesentlichen keine strukturellen Schwierigkeiten zur Überwindung der gegenwärtig herrschenden Schwächephase auf dem Immobilienmarkt feststellen, hat sich ihre Strategie, vor allem was Neuakquisitionen anbelangt, zum Teil stark verändert. Einmal werden höhere Risikoprämien und höhere Abschreibungssätze beim Kapitalisierungsfaktor eingerechnet, andererseits gar keine Liegenschaften mehr gekauft (2 Nennungen)²⁹, obwohl laufend Angebote geprüft werden.

Was die Bewirtschaftung des Bestandes anbelangt, geben eine Verwaltung und ein Fonds an, unrentable Objekte so schnell wie möglich abzustossen.

5.5 Methode zur Liegenschaftsbewertung

Auf die Frage, welche Methode bei der Liegenschaftsbewertung zur Anwendung komme, gaben die Befragten mehrheitlich die statische Ertragswertmethode an. Zwei vertrauen einer Mischrechnung zwischen Real- und Ertragswert. Nur drei von zehn Antwortenden lassen sich auf die anspruchsvollere dynamische Methode ein, obwohl die Resultate dieser Methode auch nach Meinung der Praktiker stark von den herkömmlichen Methoden abweichen.

5.6 Renovation und Unterhalt in einem desinflationären Szenario

Hauptstossrichtung der vorliegenden Arbeit ist die Frage, ob bei schwacher Konjunktur, fallenden Liegenschaftswerten und stabilem Konsumentenpreisniveau die Finanzierung von Renovation und Unterhalt gefährdet ist.

Falls die Erträge die Finanzierung nicht mehr gewährleisten, sind 9 von 13 Befragten bereit, bei den laufenden Unterhaltskosten zu sparen. Zwei geben an, bei den Abschreibungen und Rückstellungen gewisse Abstriche zu machen. Viermal wird nicht gespart, sondern der Verlust hingenommen.

Der konjunkturelle Einbruch der letzten Jahre und die damit einhergehende Abnahme der Liegenschaftswerte hätte eine Erhöhung der Abschreibungen und Rückstellungen nahegelegt. Allenfalls ist auch der Leerwohnungsbestand mit einer erhöhten Risikoprämie zu berücksichtigen. Dies scheint bis heute nicht notwendig zu sein. Jedenfalls geben alle Befragten - mit Ausnahme der Bankverwaltung - an, keinerlei Praxisänderung vorgenommen zu haben. Eine Pensionskasse begegnet der gegenwärtigen Entwicklung mit einer laufenden Neubewertung des

²⁹ Aber auch in diesen beiden Fällen wird zur Zeit noch auf bestehenden Landreserven selber gebaut.

Liegenschaftsbestandes, was sicherlich Abschreibungen nötig werden lässt. Drei sind bei Neuengagements vorsichtiger geworden. Eine Pensionskasse hat Mietzinskonzessionen und Einbussen bei den Verkaufspreisen hinnehmen müssen.

Auf alle Fälle scheinen die gewählten Rückstellungssätze - sie bewegen sich zwischen 0 und 2 % - nach Angaben der Interviewten bei über 80 % des Liegenschaftsbestandes (4 Nennungen), bzw. bei 60-80 % (2 Nennungen), bzw. bei 40-60 % (2 Nennung) auszureichen, um den künftigen Erneuerungsbedarf zu finanzieren. Die Restfinanzierung erfolgt auf Kredit oder aus Eigenmitteln. Die Rückstellungssätze werden anhand von Erfahrungswerten ermittelt, und zwar als Prozentsatz von Verkehrswerten, von Mieteinnahmen oder von Wiederbeschaffungswerten. Hier zeigt sich eine grosse Vielfalt an Varianten.

5.7 Die Finanzierung von Erneuerungen

Der Anteil der Wohnungen mit Erneuerungsbedarf liegt zwischen 0 und 30 % des Liegenschaftsbestandes. Dieser Anteil war in der Vergangenheit bei vier Unternehmen abnehmend, bei zwei konstant und bei sieben zunehmend. Nur ein Antwortender ist der Meinung, der Anteil sei stark ansteigend. Künftig wird mit einer Ausnahme von allen Interviewpartnern erwartet, dass diese Anteile konstant bleiben (5), leicht (5) bzw. stark zunehmen (2). Trotz dieser eher negativen Entwicklung sieht jedoch niemand - mit Ausnahme eines Generalunternehmers - Probleme bei der zukünftigen Finanzierung des Erneuerungsbedarfs.

Rückstellungen zur Finanzierung der zu erwartenden Erneuerungen werden heute von acht von dreizehn Antwortenden gebildet. Vor der Rezession waren es nur fünf. Elf dieser dreizehn beanspruchen auch sonstige Eigenmittel zur Finanzierung oder aber versuchen die Aufwendungen an die Mieter zu überwälzen.

Sicher ist, dass sich die Finanzierung über die Banken erschwert hat, obwohl die wenigsten der Befragten darauf angewiesen zu sein scheinen. Von vier Befragten aber werden auch die wegfallenden Kapitalgewinne als Erschwernis bei der Finanzierung gesehen. Die grössten Probleme bereiten aber das Mietrecht und die schlechte Konjunkturlage.

5.8 Laufende Renovation oder Gesamtsanierung?

Bei der Frage nach dem Aufschub von laufenden Erneuerungsarbeiten bis zur Gesamtsanierung gehen die Antworten diametral auseinander. Natürlich wird der Liegenschaftsbestand von allen Teilnehmern laufend unterhalten, doch die Hälfte der Interviewten gibt an, Erneuerungsarbeiten möglichst aufzuschieben, um dann bei einer grösseren Renovation kostengünstiger zu fahren aber auch mietrechtlich besser überwälzen zu können. Hier ist ein weiteres mietrechtliches Problem zu orten. Die andere Hälfte nimmt von einer solchen Politik Abstand. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Sanierung von keinem der Anleger solange hinausgeschoben wird, dass bei der Gesamterneuerung allen Mietern gekündigt werden muss. Es scheint die Regel zu sein, dass man auch bei grösseren Sanierungsarbeiten die Mieter in der Wohnung lässt.

5.9 Mietrecht

Eine Erschwerung der Finanzierung von Erneuerungen durch das Mietrecht sehen die befragten Unternehmen vor allem darin, dass bei der Berechnung der zulässigen Nettorendite Abschreibungen und Rückstellungen nicht berücksichtigt werden können.

Aber auch die Beschränkung der Überwälzung von Gesamterneuerungen auf 50 - 70 % der Kosten wird als unnötige Einschränkung abgelehnt. Ein Eigentümer, dessen Erneuerungsbedarf stark zunehmen wird, gibt an, dass bei der geltenden Überwälzungsregel die notwendigen Mietzinse nach einer Sanierung nicht mehr erreicht werden können und sich ein Verkauf deshalb aufdrängt. Hier kündigt sich ein mietrechtliches Problem an. Fast einhellig ist man der Ansicht, dass die Einführung der Marktmiete die beste Antwort auf die allfälligen Schwierigkeiten darstellt.

5.10 Steuerrecht

Besonders stossend empfinden die befragten Unternehmen, dass das Einkommenssteuerrecht für Liegenschaften in Privatbesitz keine Abzugsmöglichkeiten für Abschreibungen und Rückstellungen kennt. Was die Steuersituation der Unternehmen betrifft, werden keine Behinderungen erwähnt.

5.11 Konjunktur

Auf die heutige konjunkturelle Situation angesprochen sind sich die Interviewteilnehmer einig, dass die hohen Leerstände die Finanzierung von Erneuerungsarbeiten am ehesten erschweren (12 von 16 Antworten). Ebenfalls wichtig sind die Mietzinssenkungen (9 Nennungen), die Kürzung der Kreditlimiten durch die Banken (7 Nennungen) und das Ausbleiben von inflationären Tendenzen (6 Nennungen). Das dominierende Problem aber ist die schlechte konjunkturelle Lage; dies geben 9 der Befragten an. 5 Antwortende hingegen sehen im Mietrecht das Hauptproblem.

Bei der Frage nach der einzuschlagenden Strategie, mit der den Problemen begegnet werden soll, waren die Antworten völlig unterschiedlich. Keine der angesprochenen Strategien konnte signifikant mehr Nennungen auf sich vereinen, weshalb sie hier auch nicht wiedergegeben werden.

6 Die Expertenmeinung

6.1 Vorgehen

Die vorliegenden Umfrageresultate wurden in längeren Experteninterviews auf ihre Aussagekraft ausgelotet. An den Gesprächen beteiligten sich fünf Fachleute:

- E. Gratz, Dipl. Volkswirt, Vizedirektor des Schweizerischen Hauseigentümerverbandes, Zürich
- W. Werner, Vizedirektor, und B. Salzmann, dipl. Architekt ETH/SIA, Prokurist, Karl Steiner Generalunternehmung AG, Zürich
- E. Schaufelberger, Vizedirektor INTRAG AG, Tochtergesellschaft der UBS mit den Fonds SWISSREAL und SIMA, Zürich
- D. Jenny, lic. iur. RA, Direktor VERIT AG, Verwaltungs- und Immobiliengesellschaft in Zürich, sowie Vizepräsident des Verwaltungsrates Immofonds, Zug
- A. Petermann, Zentralsekretär des Schweizerischen Verbandes der Immobilientreuhänder, Zürich

Die Interviews mit den Experten drehten sich um den folgenden Fragenkomplex:

- Repräsentativität der Resultate
- Liegenschaftsentwertung in den neunziger Jahren
- Höhe der Rückstellungen und Abschreibungen
- Strukturbruch in der Mietpreiskalkulation
- Erwartungen
- Eigenkapitalrendite
- Finanzierung von Erneuerungen
- Mietpreise und Renovation
- Steuerrecht
- Mietrecht

In dieser Reihenfolge sollen im folgenden die wichtigsten Resultate dieser Gespräche summarisch vorgestellt werden. Dabei kann es nicht darum gehen, den Inhalt der abgegebenen Statements möglichst vollständig wiederzugeben. Ziel ist es viel mehr, eine Fokussierung auf die wichtigsten Problemkreise zu ermöglichen, Problemlösungsstrategien zu erörtern und allfällige Forderungen bezüglich staatlich festgelegter Rahmenbedingungen aufzulisten. Die Antworten der Interviewpartner erscheinen im folgenden Text *kursiv* gedruckt und geben allein die Meinung der Experten wider.

6.2 Repräsentativität der Resultate

Die Umfrageergebnisse welche den Gespräche zugrunde lagen, wurden bei Investoren in der Ostschweiz mit Liegenschaftsbesitz in der ganzen Schweiz erhoben. Es stellt sich grundsätzlich die Frage, inwiefern die vorliegenden Ergebnisse ein repräsentatives Bild der aktuellen Lage auf dem Immobilienmarkt zeichnen.

Nach übereinstimmender Meinung aller Beteiligten geben die vorliegenden Ergebnisse das erwartete Bild recht gut wieder. Für die Süd- und Westschweiz dürften die Probleme etwas akzentuierter zutage treten. Da jedoch die meisten Liegenschaften aus den sechziger Jahren stammen, sind die Einstandswerte günstig, die Mieten tief, die Leerstände minimal. Für die Zukunft sind aber auch hier Probleme zu orten, und zwar bei Liegenschaften an schlechter Lage, mit schlechtem Grundriss, mit hohem Sanierungsbedarf. Wenn möglich werden solche Liegenschaften verkauft.

Die gegenwärtigen Turbulenzen treffen den eigenfinanzierten Liegenschaftsbesitz nur am Rande. Handfeste Probleme können erst entstehen, wenn Liegenschaften fremdfinanziert sind: das ist der Fall bei Genossenschaften und bei Privaten. Die Genossenschaften spüren die vorsichtigeren Finanzierungspraxis der Banken, welche WEG- finanzierten Wohnungen skeptisch gegenüberstehen. Sie haben in der Vergangenheit auch zu wenig Rückstellungen gebildet. Im Ernstfall kann diese Gruppe aber auf kommunale Unterstützung bauen. Aber auch die Privaten, und vor allem jene welche Liegenschaften in den späten achtziger Jahren gekauft haben, werden von den Banken bedrängt. Dies wiegt um so schwerer, als diese Gruppe fast 2/3 des Immobilienbestandes hält. Sie haben zum Teil damit gerechnet, dass sich die Inflation weiterhin mindestens auf 2 % beläuft und Abschreibungen somit hinfällig werden. Kleinere Fonds kämpfen teilweise auch gegen den stärkeren Gegenwind.

6.3 Liegenschaftsentwertung in den neunziger Jahren

Beim Lesen der Umfrageergebnisse entsteht der Eindruck, dass Institutionelle auch unter den veränderten konjunkturellen Bedingungen mit ihrem Immobilienbestand gut zurechtkommen. Dies ist in Anbetracht der Tatsache, dass die Geschäftsbanken der veränderten Situation in den vergangenen fünf Jahren im Immobilienbereich rund 20 Mrd. Franken in Form von Rückstellungen und Abschreibungen Rechnung trugen³⁰, und der Bund Verluste auf unterstützten Liegenschaften in dreistelliger Millionenhöhe hinnehmen musste, zumindest verwunderlich.

Nach Meinung der Experten sind die in den Bankbilanzen auftretenden Verluste nur die Spitze des Eisbergs. Die Verluste in der Grössenordnung von 25 - 35 % trafen in den neunziger Jahren alle Eigentümer. Die vordergründig paradoxe Situation hoher Bankabschreibungen und geringer Probleme der Institutionellen lässt sich damit erklären, dass grössere Schwierigkeiten erst bei der Neubewertung im Rahmen von Kreditfinanzierungen, bei Liquiditätsschwierigkeiten und beim Verkauf, insbesondere beim Zwangsverkauf auftreten. Die genannten Sachverhalte treten in erster Linie bei privaten Liegenschaftsbesitzern auf, und zwar vor allem im Zusammenhang mit Immobilien, die Ende der achtziger Jahre erworben wurden. Teilweise kämpfen auch die Genossenschaften wegen ihres hohen Fremdfinanzierungsgrades gegen Liquiditätsprobleme an. Die übrigen langfristig orientierten Anleger sind davon weniger betroffen. Ihr Immobilienportefeuille ist anders zusammengesetzt, enthält auch Inflationsgewinne aus früheren Jahrzehnten und ist vornehmlich eigenfinanziert. Aufgrund von Kapitalgewinnen, der Möglichkeit einer Mischkalkulation und der längerfristig zu erwartenden Erholung, wird der momentane Einbruch entschärft. Einige Institutionelle sind anfangs der neunziger Jahre durch vermehrte Verkäufe aufgefallen. Vor allem Liegenschaften mit wenig Ertragspotential und mit akutem Sanierungsbedarf wurden abgestossen. Erst zum Verkaufszeitpunkt wurde und wird der Abschreibungsbedarf ersichtlich.

³⁰ Schweizerischer Bankverein [27]

Zum Teil werden Abschreibungen im Zuge der regelmässigen Neubewertungen über den ausserordentlichen Aufwand verbucht, weshalb die Abschreibungshöhe nicht sehr aussagekräftig ist.

Wer abwarten kann, muss nicht unbedingt abschreiben. Zum Teil kann zu einem späteren Zeitpunkt, wenn die Konjunkturlage es wieder erlaubt, beim neuen Mieter einiges nachgeholt werden. Kommt dazu, dass es für Institutionelle mit Ausnahme des Fonds keine grosse Rolle spielt, ob die Rendite 5,5 % oder aber nur 5 % beträgt. Pensionskassenverwalter müssen in erster Linie die gesetzlich vorgegebene Limite von 4 % erreichen und werden von den Aufsichtsorganen wenig kontrolliert³¹. Ein möglicher Aspekt für höhere Abschreibungen bei den Banken ist vielleicht auch im neuen Aktienrecht zu finden. Dieses verlangt die Wertberichtigung pro Liegenschaft, was eine Mischkalkulation erschwert. Dies betrifft jedoch nur die Aktiengesellschaften. Ein anderer Grund für die hohen Abschreibungen der Banken könnte auch darin liegen, dass diese ihre zukünftige Eigenkapitalrendite zu heben versuchen, indem sie ihr gegenwärtiges Eigenkapital entwerten.

Ende der achtziger Jahre wurde teilweise am Markt vorbeigebaut: Luxuriöse Wohnungen, welche den Bedarf nach einem falsch formulierten Standard decken sollten. Diese Wohnungen standen anfangs der Rezession auch leer. Heute trifft der Leerstand vermehrt ältere Wohnungen, da viele Ausländer, welche diese günstigen Wohnungen bewohnten, weggezogen sind. Hier ist ganz sicher eine strukturelle Bereinigung nötig, und entsprechend müssen auch höhere Abschreibungen getätigt werden.

6.4 Höhe der Rückstellungen und Abschreibungen

In Abschnitt 5.2 wurde festgehalten, dass nur knapp etwas mehr als die Hälfte der befragten Immobilienbesitzer die vom Hauseigentümerverband notwendigen Unterhaltsaufwendungen, Rückstellungen und Abschreibungen ausweisen. Die in der Kostenstatistik der Genossenschaften ausgewiesenen Werte werden von keinem der Befragten erreicht. In Zeiten fallender Liegenschaftspreise und kaum mehr zu erwartender Inflationsgewinne, wäre eigentlich eine Umorientierung bei der Höhe von Abschreibungen und Rückstellungen zu erwarten. Dies ist offensichtlich bei den untersuchten Immobilienbesitzern nicht der Fall.

Die Genossenschaften geben eine schlechte Referenzgrösse ab. Sie sitzen auf veralteten Beständen, nach denen kein Bedarf besteht. Die Sanierung dürfte rund zweimal den Anlagewert ausmachen. Sie besitzen wenig Eigenkapital, also müssen sie hohe Renovationskosten und Rückstellungen kalkulieren. Fonds 1 muss besondere Gründe haben für derart hohe Rückstellungen, sie sind betriebswirtschaftlich zu hoch. Beim Fonds 2 und beim Generalunternehmer 2 sind sie zu tief, auch unter der Annahme, dass dessen Liegenschaftsbestand eine bessere Altersstruktur aufweist. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Fonds über Rückstellungen die nötige Liquidität schaffen, um allfälligen Forderungen nach Anteilsrückzahlungen ohne Zwangsverkäufe begegnen zu können, bzw. über die Unterbewertung der Aktiven eine Rückforderung unattraktiv machen. Pensionskassen und Versicherungen sehen sich zu keinerlei Aufstockung der Rückstellungen gezwungen, weil sie jederzeit auf neue Mittelzuflüsse bauen können und der Öffentlichkeit kaum Rechenschaft

³¹ Aber auch Versicherungen scheinen bei ihrem Liegenschaftsbestand nicht in erster Linie die Renditemaximierung anzustreben, wie ein von den Experten genanntes Beispiel erhellt: Eine Versicherung mit einem namhaften Immobilienportefeuille hat die Verwaltung jüngst einer Verwaltungsgesellschaft übergeben. Diese konnte innerhalb kürzester Zeit den Mietertrag markant anheben.

abgeben müssen. Generalunternehmer sind in diesem Zusammenhang nicht relevant. Als Promotoren halten sie Liegenschaften nur ausnahmsweise über einen längeren Zeitraum. Wenn sie solche halten, dann allenfalls als Verwalter oder vorübergehend, weil sich noch kein Käufer gefunden hat. Bei einigen der Befragten ist die Abschreibungshöhe sicher unbefriedigend. Vielleicht, weil die Betreffenden ihre Liegenschaften nicht mit der reinen Ertragswertmethode einschätzen. Vielfach wird der Abschreibungsbedarf auch hinausgeschoben, und zwar bis zur Sanierung bzw. bis zum Verkauf³².

Bei jeder Erhebung handelt es sich um eine Momentaufnahme. Es kann durchaus sein, dass die Abschreibungen und Rückstellungen schwanken, und zwar nicht nur bei den Genossenschaften. Bei den Fonds ist in Zeiten hoher Zinsen mit einem verstärkten Ausweichen der Anteilsinhaber auf den Geldmarkt zu rechnen, was erhöhte Liquidität notwendig macht. In der Folge wird trotz hoher Zinsen mehr Kapital aufgenommen, da eine Veräußerung von Liegenschaften mit zu hohen Transaktionskosten verbunden ist. Über längere Zeit aber dürften die Abschreibungen etwa bei 25 % des Bruttomietwertes liegen.

Dass die Abschreibungen und Rückstellungen mit den Zinskosten negativ korrelieren, ist nicht weiter erstaunlich. Der Markt und die Konjunkturlage bestimmen die maximal möglichen Abschreibungssätze. Bei Fonds ist es aus den obenerwähnten Gründen eine Notwendigkeit bei schlechter Wirtschaftslage mehr Rückstellungen zu bilden, oft aber ist eine solche Praxis auch steuerlich interessant. Zudem sollte bei der Kalkulation der kostendeckenden Miete auf einen langfristigen Durchschnittszins abgestellt werden, was unweigerlich zu Schwankungen bei den Abschreibungen je nach Höhe der aktuellen Zinsen führt.

Heute wird beim Bau einer neuen Liegenschaft von der Miete ausgegangen, welche der Markt gestattet und dann zurückgerechnet. Eine Erhöhung der Abschreibungssätze müsste zu weiteren Reduktionen bei den Grundstückpreisen oder bei den Baukosten führen. Beides ist zur Zeit kaum mehr möglich. Das ganze bildet ein labiles Gleichgewicht, dessen optimale Berücksichtigung ein gutes Objekt mit Potential ausmacht.

6.5 Strukturbruch bei der Mietpreiskalkulation

Mit der wirtschaftlichen Stagnation in den neunziger Jahren und der damit eingeläuteten Phase der Preisstabilität hat sich eine Änderung bei den Bestimmungsfaktoren, welche in die Mietpreiskalkulation eingehen, ergeben.

1. Ohne Liegenschaftsgewinne müssen Abschreibungen und Rückstellungen in der Kalkulation breitere Anwendung finden.
2. Stagnierende Nachfrage: Mit der Zunahme der Leerstände und steigenden Mietzinsausfällen muss eine erhöhte Risikoprämie in die Kalkulation Eingang finden.
3. Stagnierende Einkommen: Mit den doch eher pessimistischen Erwartungen bezüglich einer Erhöhung der Einkommen in der nächsten Zukunft wird die Überwälzung von Kosten immer fragwürdiger, was eine Erhöhung der Abschreibungssätze verlangt.

³² Ein Fonds und eine hier nicht untersuchte Versicherung haben in den Jahren 1991/92 zahlreiche sanierungsbedürftige Liegenschaften verkauft. Die Käufer versuchen entweder die Mehrfamilienhäuser im Stockwerkeigentum weiter zu veräußern oder aber kalkulieren anders (z.B. Baufirmen, Architekten, welche sich damit Aufträge verschaffen).

Zu dieser Frage äussern sich die befragten Experten wie folgt:

Ad 1: Richtig. Die Kalkulation hätte schon immer Abschreibungen und Rückstellungen enthalten müssen. Der Glaube, die Liegenschaftswerte würden ewig weiter steigen, war irreführend. Das Ausbleiben solcher Gewinne ist deshalb auch kein Argument für höhere Abschreibungen. Wer die notwendigen Abschreibungen bisher unterlassen hat, hat falsch kalkuliert. Eine Möglichkeit, verpasste Abschreibungen nachzuholen kann darin bestehen, den Aufwand auf den nächsten Mieter zu überwälzen, die Renovation hinauszuschieben, bis wieder andere Marktverhältnisse herrschen, oder Mietzinssenkungen im Gefolge der Hypothekarzinsenkungen zu verweigern. Spätestens bei einem Wohnungswechsel oder bei der Neuvermietung müssen die Abschreibungssätze angehoben werden. Rückstellungen werden oft erst gebildet, wenn Kapitalgewinne angefallen sind³³.

Was theoretisch richtig ist, kann am Markt nicht immer durchgesetzt werden. Die verschiedenen Ansprüche lassen eine vermehrte Berücksichtigung der Abschreibungen und Rückstellungen kaum zu. Werden diese bei einem Neubau angehoben, bleibt weniger für den Grundstückkauf oder die Baukosten übrig. Damit gefährdet man das langfristige Ertragspotential.

Ad 2: Richtig. Es muss heute mit einem Risikozuschlag von mindestens 1 % gerechnet werden. Dieser Zuschlag ist höher als früher. Die Debitorenliste ist gegenüber 1995 massiv gestiegen. Dies ist offensichtlich auf die schlechtere Zahlungsmoral zurückzuführen, aber ohne Zweifel hat auch die Zahlungsfähigkeit abgenommen. Die Leerstände sind gegenwärtig noch kein grosses Problem, haben aber deutlich zugenommen. Sie liegen bei den befragten Institutionellen aber tiefer als im schweizerischen Durchschnitt. Letzterer wiederum dürfte in der Realität höher liegen, als ihn die amtliche Statistik ausweist, vielleicht bei 5 %. Dies, weil Wohnungen nach Gesamtanierungen länger als früher leer stehen, oder nach Mieterwechseln 1-2 Monate leer stehen, ohne aber gemeldet zu werden. Was bisher schwerer wiegt: Die Vermietung ist viel aufwendiger geworden. Heute muss inseriert werden, früher griff man auf eine Warteliste zurück. Es genügt nicht mehr den Hauswart für die Wohnungsbesichtigung zu delegieren. Heute muss Überzeugungsarbeit geleistet werden, der Mieter meldet Wünsche an, es sind mehrere Mieter, welchen die Wohnung gezeigt werden muss usw. Dies alles schlägt sich aber eher auf die Preise von neu zu erwerbenden Liegenschaften nieder, als dass bei bestehenden Liegenschaften zusätzliche Mieterhöhungen durchgeführt werden. Dies ist auch mietrechtlich nicht vorgesehen.

Letztlich ist es schwierig festzustellen, wie hoch die Sätze für Leerstände und das Delkredererisiko wirklich sind. Bisher waren Leerstände kein Thema, das muss sich ändern. Heute versucht man dieses Risiko auch zu minimieren, indem die Lage besonderes Gewicht erhält und das Portefeuille diversifiziert wird. .

Ad 3: Das ist eine sehr pessimistische Sicht der Zukunft. Auch in Zukunft ist mit Einkommenszunahmen und in der Folge mit steigenden Mieten und Liegenschaftswerten zu rechnen. Ganz klar, es kann heute nicht mehr alles überwälzt werden, denn die wirtschaftliche Situation lässt nicht mehr alles zu. Neuwohnungen aber auch Gesamtanierungen lassen sich nicht von Anfang an zu 100 % durch die Mieter finanzieren, es wird in Zukunft ein Nachholbedarf bestehen.

Bei Neubauten lässt der Markt eine Anhebung nicht zu. Der Promotor kann nur bauen, wenn der Investor seine Erwartungen bezüglich der Höhe der Bruttorendite nicht beliebig erhöht. Derartig überhöhte Forderungen führen zu Mieten, welche der Markt einfach nicht zulässt..

³³ Eine Pflicht zur Vornahme von Rückstellungen kennt nur das Stockwerkeigentum.

6.6 Erwartungen

Die Erwartungen bezüglich zukünftiger Liegenschaftspreissteigerungen spielen bei der Mietpreiskalkulation eine wichtige Rolle. Bei den Institutionellen rechnet man offenbar zur Zeit kaum mehr mit Kapitalgewinnen. Entsprechend müssen höhere Abschreibungen kalkuliert werden. Dies widerspiegelt sich jedoch nicht in der Abschreibungspraxis der Interviewten. Wie stark gehen solche Überlegungen überhaupt in die Kalkulation ein?

Sicher geht man nicht von einer Inflationsrate von 0 aus. Diese Zahl steht jedoch nicht im Vordergrund, vor allem wenn nach statischer Methode gerechnet wird. Dieser Gewinn ist nach Ansicht der Experten effektiv nur relevant, wenn fremdfinanziert worden ist. Für die Institutionellen spielen mögliche Liegenschaftsgewinne eine geringere Rolle, weil auch die Unterhaltskosten und die Kosten einer Totalsanierung zumindest mit der allgemeinen Teuerung steigen. Ein grosser Gewinn ist da nicht in Sicht, zumindest nicht eindeutig, er spielt deshalb für die Höhe der Abschreibungen keine Rolle. Nur ein Gesprächsteilnehmer äusserst sich eindeutig bezüglich der Inflationsgewinne: "Mittelfristig entstehen Wertsteigerungen als Folge der Teuerung und/oder einer Veränderung des Kapitalisierungsfaktors"³⁴. Rückstellungen dürften nur vernachlässigt werden, wenn die Teuerungsrate höher ist als die Alterungsrate..." Heute wird den Abschreibungen wieder vermehrt Aufmerksamkeit geschenkt, weil Liegenschaftsverluste möglich geworden sind und auch die vermehrte Bedienung von Rückstellungsfonds ist heute ein Muss.

Bei den Genossenschaften hat sich gezeigt, dass das WEG-Modell nur unter inflationären Bedingungen funktioniert. Das war ein Fehler, die Teuerung kann nicht automatisch erwartet werden.

Offenbar wird das Inflationsrisiko niedrig eingeschätzt. Heute fallen die Liegenschaftspreise noch. Diesen Verlusten stehen Gewinne aus der Hochkonjunkturphase gegenüber, die sich ebenfalls nicht in den Büchern widerspiegeln. Bei einer Mischkalkulation, müssen deshalb auch keine höheren Abschreibungen getätigt werden. Die heute gekauften Liegenschaften dürften beispielsweise schon wieder recht gut rentieren. Der höhere Abschreibungsbedarf zeigt sich in den höheren Kalkulationsansätzen beim Kauf von neuen Liegenschaften. Längerfristig dürften die Liegenschaftspreise vielleicht mit 1 % pro Jahr steigen. Entsprechend könnte in Zukunft auch die Bruttorendite wieder etwas tiefer liegen. Je weniger Inflationsgewinne zu erwarten sind, desto mehr Abschreibungen müssen getätigt werden. Die Praxis kann jedoch nicht von heute auf morgen geändert werden. Da jedoch Liegenschaftenbesitzer einen sehr langen Anlagehorizont besitzen, werden sie kaum auf jede Konjunkturschwankung eingehen.

Langfristig kann dem Immobilienmarkt mit Optimismus entgegengesehen werden. Es braucht mindestens 32 - 38 000 Neuwohnungen pro Jahr, diese Zahlen erreichen wir heute

³⁴ Der Interviewpartner gibt dazu ein Zahlenbeispiel:

	1957	1995
Teuerungsindex	100	436
Zinssatz ZKB	4,5	5,5
Risikozuschlag	1,0	1,0
Immobilienwert	100 (100 / 5,5)	368 (436 / 6,5)

Die teuerungsbedingte Wertsteigerung würde demnach durch die höhere Bruttorendite teilweise nach unten korrigiert: Anstelle einer Wertsteigerung von 336 % resultiert eine solche von 268 %.

nicht³⁵. Die Nachfrage dürfte zumindest im Rahmen des Wirtschaftswachstums zunehmen. Ein Druck auf die Preise durch rationellere Bauweise ist in Zukunft nicht mehr im gleichen Ausmass wie bisher zu erwarten, der mögliche Rationalisierungsgewinn ist ausgeschöpft. Es wird sicher mehr Stockwerkeigentum geben. Dies ist eine Möglichkeit, die Kosten der Gesamtsanierung auf die Bewohner zu überwälzen. Heute gibt es dazu mannigfaltige Formen zur Verwirklichung. Rechtlich tut sich etwas. Die Banken sind für Bauten und Umbauten auch relativ leicht zu haben, erst bei der Konsolidierung hapert es. Überhaupt wird die Eigentümerquote steigen müssen, falls die Mieter den Bedarf bezüglich Wohnungsausstattung weiter steigern. Mehrfamilienhausbesitz ist unter den heutigen Bedingungen immer weniger attraktiv - nicht nur wegen der konjunkturellen Lage, auch wegen der Rahmenbedingungen. Der Immobilienbesitzer leidet unter laufendem Prestigeverlust. Das Bundesgericht entscheidet kaum je für ihn, die Medien berichten kaum je über seine Probleme. Es gibt Eigentümer, die verstecken ihren Besitz hinter anonymen Rechtsformen, weil das Vermieten heute einen schlechten Beigeschmack bekommen hat.

6.7 Eigenkapitalrendite

Immobilienwerte stehen beim Anleger in Konkurrenz zu anderen Anlagemöglichkeiten. Bei der Zusammenstellung des optimalen Portfolios dürfte deshalb auch die zu erwartende Rendite des Eigenkapitals im Vergleich zu anderen Anlagen eine Rolle spielen. Im Zuge des allgemeinen Drucks zu höheren Eigenkapitalrenditen, müssten auch Immobilienanlagen in Zukunft besser rentieren. Können Immobilien auf dieser Ebene überhaupt mithalten?

Diesen Druck verspüren bis jetzt nur die Fondsmanager, da die Fondsanteile in Konkurrenz zu anderen Wertpapieren stehen. Ihr Bestand macht jedoch nur gut 1 % des gesamten Bestandes aus. Sonst ist kaum ein solcher Druck festzustellen. Eine Anlage erfüllt ja auch verschiedene Zwecke:

- *Inflationsschutz: Es ist ein realer, physischer Wert vorhanden.*
- *Laufende Rente: Wie bei der Obligation fallen laufend Erträge an, und zwar regelmässig.*
- *Diversifikation: Neben den riskanteren Aktien und den verschiedenen Derivaten muss auch ein Anteil in sicheren Werten gehalten werden, heute vielleicht 20 %.*
- *Mitentscheidung: Bei keiner anderen Anlage reicht die Macht des Eigentümers so weit, dass er laufend ins Geschehen eingreifen kann.*

In Zukunft dürften neben den Fonds auch die Pensionskassen und Versicherungen vermehrt den Druck zu einer höheren Eigenkapitalrendite verspüren. Dieser Forderung nachzuleben wäre auch ohne weiteres vielen Institutionellen möglich, wenn sie sich zu einer professionellen Führung ihrer Immobilienportefeuilles entschliessen könnten oder müssten.

Eine Bruttorendite von 6,7 % scheint gemäss einem Experten für Wohnliegenschaften heute die untere Grenze zu sein³⁶. Dabei sind folgende Faktoren berücksichtigt:

³⁵ Erstaunlich ist, dass offenbar die heutigen Zahlen unterschätzt werden. Der Neuwohnungsbau betrug 1994-96 laufend mehr als 40 000 Einheiten. Gurtner, P.[10]. Erst 1997 wird diese Zahl erstmals wieder unterschritten.

³⁶ Höhere Renditen werden vor allem von den Fonds veranschlagt. Deren Netto Renditevorstellungen schwanken zwischen 6,5 und 8,8 % und errechnet sich aus einem höheren Risikozuschlag und einem weiteren Zuschlag von rund 2 % für die Immobilisierung des Kapitals. Ein so hoher Satz entspringt nach Ansicht der übrigen Experten reinem Wunschdenken. Dies wird nachträglich vom zuständigen Fondsexperten auch eingestanden. Er korrigiert seine Vorstellung bezüglich Netto Rendite auf 5,1 - 5,75 %. Gemäss Pressemitteilung des Swiss Re ImmoPLUS-Fonds, dem Immobilienfonds der Schweizer Rückversicherung, welcher vor kurzem die Liegenschaften der Credit Suisse Group übernommen hat, beträgt die prognostizierte Bruttorendite auf dem Bestand 7,1 % und auf Neuerwerbungen mittelfristig 6,5 %.

Tabelle 17: Berechnung des Kapitalisierungsfaktors zur Bewertung nach statischer Methode

	Prozent
Bundesobligationenrendite	3.3
Risikozuschlag	1.0
Nettorendite	4.3
Abschreibungen	1.5
Unterhalt	1.5
Bruttorendite	7.3

Dieser Satz enthält jetzt auch die höheren Abschreibungen. Er kann abgesenkt werden, je nachdem wieviel der Landanteil beträgt. Bei 20 % Landanteil kommt man aufgrund des geringeren Abschreibungsanteils auf rund 6,7 %.. Diesen Abzug für den Landanteil machen viele nicht, aber dann wird die Rendite zu hoch, und es können zum Teil Projekte nicht realisiert werden. Mehr gibt der Markt nicht her. Institutionelle investieren auch bei Renditen um die 6 % oder sogar darunter, vor allem wenn die Lage gut ist, und sich der Ertrag nachhaltig steigern lässt.

Bei Privaten dürfte auch der Selbstversorgungsgedanke im Vordergrund stehen, weshalb sie oft auf eine Eigenkapitalverzinsung in den ersten Jahren ganz verzichten.

6.8 Investitionsrechnung

Gemäss Investitionsrechnungstheorie kann für eine betriebswirtschaftlich richtige Berechnung nur die dynamische Methode zur Anwendung kommen³⁷. Diese umfasst alle zukünftigen Ertrags- und Aufwandpositionen und zwingt zu einer möglichst genauen Abschätzung zukünftiger Entwicklungen. Die statische Methode dagegen bleibt zu stark der gegenwärtigen Situation verhaftet und lässt wenig Raum für zukünftige Entwicklungen.

Die Befragten geben grossmehrheitlich der statischen Methode den Vorzug, weil sie einfacher zu handhaben ist. Schlagendes Argument gegen die dynamische Methode ist die Unmöglichkeit, die Zukunft vorhersagen zu können. Angefangen bei der Inflationsrate bis zur Abschätzung des zukünftiger Präferenzen der Mieter sind die zu schätzenden Variablen offensichtlich nur schwer zahlenmässig richtig zu erfassen, womit die dynamische Methode nach Ansicht vieler Investoren eine Scheingenauigkeit vortäuscht, welche in der Realität, bei einem derartig langfristigen Horizont wie bei den Immobilienanlagen kaum existiert³⁸.

Diese Skepsis hängt mit der Besonderheit dieses Gewerbes zusammen: es ist sehr träge. Es ist leichter eine Bewertung aus der Geschichte einer Liegenschaft herzuleiten als aus deren Zukunft. Deshalb konnte sich die Realwertmethode auch solange halten. Und auch heute noch ist das Immobiliengewerbe von Architekten und Ingenieuren durchdrungen, die mehr auf den Wert der gebauten Leistung als auf zukünftige Erträge schauen. Die DCF-Methode (Dynamische Cash Flow - Methode) zeichnet ein schlechteres Bild als die statische Methode, das will auch niemand sehen.

Die genannten Einwände verhindern jedoch nicht, dass die Vorteile der dynamischen Methode zur Kenntnis genommen und auch an den entsprechenden Ausbildungslehrgängen vermittelt werden. In diesem Zusammenhang offenbart sich eine gewisse Vernachlässigung durch Forschung und Lehre, welche die Liegenschaftsbewertung und Mietkalkulation

³⁷ Schütz [17].

³⁸ Es ist offenbar wenig bekannt, dass auch nach der dynamischen Methode die Erträge nicht bis ans Ende der Lebensdauer geschätzt werden. Im Normalfall begnügt man sich mit den nächsten 10 Jahren und berechnet die Restlaufzeit in Form einer ewigen Rente.

unterstützt. Es fehlt auch eine eidgenössische Bodenpreisstatistik. Die von Wüest und Partner publizierten Reihen basieren auf Inseraten. Die hedonische Methode der Zürcher Kantonalbank muss sich erst noch bewähren, denn jedes Objekt hat seine besonderen Merkmale, die Bewertungsvariablen können deshalb nur bedingt schematisch auf Mehrfamilienhäuser angewandt werden. Hier zeichnet sich ein weiteres Problem im Wohnungsmarkt ab.

6.9 Finanzierung von Erneuerungen

Die Finanzierung von Erneuerungsinvestitionen und Gesamtsanierungen scheint den befragten Unternehmen nicht schwer zu fallen.

Die Finanzierungsproblematik steht nach Meinung aller Beteiligten nicht im Vordergrund. Mehrere Varianten kommen zum Zuge: Eigenmittel, Abschreibungen und Rückstellungen, Überwälzung, Aufnahme von Fremdmitteln, Verkauf von Liegenschaften.

Weit bedeutender scheint die Rentabilitätsfrage zu sein. Wo diese nicht gegeben ist, wird der normale Unterhalt auf ein Minimum reduziert und das Objekt bei Gelegenheit verkauft.

Sicher ist heute der Finanzierungsseite mehr Bedeutung beizumessen als noch vor ein paar Jahren. Mit etwas höheren Abschreibungssätzen und vor allem auch über rentable Neuerwerbungen kann diesem Bedarf nachgelebt werden.

6.10 Überwälzung Erneuerungskosten

Ein Grundproblem auf dem heutigen Wohnungsmarkt sind die markant ansteigenden Mieten von Altbauwohnungen nach einer Renovation oder einer Gesamtsanierung. Einerseits werden nach einem Umbau wertvermehrende Investitionen überwältzt. Vielfach ist dies auch eine Gelegenheit, um die durch das Gesetz geschützten Mieten an den Marktpreis heranzuführen. Werden Erneuerungsinvestitionen gar aufgeschoben, um im Zuge einer Gesamtsanierung die Kündigung aussprechen und die Mieten auf eine neue Grundlage stellen zu können?

Bei dieser Frage gehen die Meinung der Experten wie schon bei der Umfrage auseinander. Die eher bejahende Seite vertritt die Ansicht, dass solche Gesamtsanierungen und Renovationen ein Ventil darstellen, um unterlassene Aufschläge nachzuholen und Abschreibungen erhöhen zu können. Dies ist der Zeitpunkt für einen Sprung bei den Mieteinnahmen und für die Annäherung der Mieten an den Markt. Erneuerungsarbeiten werden sehr oft aus betriebswirtschaftlichen aber auch aus mietrechtlichen Gründe aufgeschoben. Die Kündigung kommt zwar schlecht an, oft ist sie aber unerlässlich. Zum Teil zwingt das Mietrecht dazu, eine Kündigung auszusprechen. Hier wird Art. 260 OR angesprochen: "Der Vermieter kann Erneuerungen und Änderungen an der Sache nur vornehmen, wenn sie für den Mieter zumutbar sind und wenn das Mietverhältnis nicht gekündigt ist."³⁹

Es gibt auch Eigentümer, welche die Auseinandersetzung mit den Mietern fürchten, den Unterhaltsaufwand vor der Sanierung herunterfahren und die Liegenschaften verkaufen. Es wird eine namhafte Versicherungsgesellschaft angeführt, welche alle Problemliegenschaften

³⁹ Diesem Paragraphen müsste nachgegangen werden: Wie wirkt er sich auf das Prozedere, wie auf die Termine aus?

ausgegliedert hat. Diese wurden dann vom neuen Eigentümer in Stockwerkeigentum umgewandelt und mit Gewinn weiterverkauft. Das sind jedoch Extremfälle⁴⁰.

Die ablehnende Seite ist der Ansicht, dass nur der rechtlich mögliche Maximalsatz von 70 % für wertvermehrende Investitionen überwältigt werde. Die 50 - 70 %-Regel ist neben betriebswirtschaftlicher Logik ("Klotzen statt kleckern") auch ein mietrechtlicher Grund für das Hinausschieben von Renovationsarbeiten. Einfache Erneuerungen sind nämlich nicht überwältigbar. Eine generelle Erhöhung zur Anpassung der Mieten an die Marktmiete werde somit nicht vorgenommen. Den Mietern wird in der Regel gar nicht gekündigt, so dass sich eine solche Praxis kaum durchführen lässt. Vielmehr würden diese einbezogen, teilweise würde gar aus Gründen einer gesunden Durchmischung aber auch aus sozialen Motiven auf die Einkommensverhältnisse Rücksicht genommen. Während der Umbauzeit werde den Mietern eine kurzfristige Kündigungsmöglichkeit eingeräumt, meistens den Verbleibenden zwei bis drei Monatsmieten erlassen oder zumindest ein substanzieller Einschlag gewährt. Die Mietzinserhöhung geschehe meist in Etappen. Ein zusätzliches Nachholen liegt kaum drin, da die wertvermehrenden Investitionen schon einen massiven Aufschlag nach sich ziehen.

Natürlich gibt es auch eine Planung der Erneuerungsinvestitionen, und auch der Unterhalt wird vor der Sanierung heruntergefahren.

6.11 Steuerrecht

Ein relativ einheitliches Resultat liefert die Umfrage bei den Investoren bezüglich der steuerlichen Rahmenbedingungen. Hier herrscht Einigkeit, dass das Ertragssteuerrecht für die Institutionellen kein Hindernis bildet. Eine Änderung drängt sich nur für Abschreibungen von Liegenschaften im Privatvermögen auf.

Hier wird eingewendet, dass allenfalls eine Änderung bei der Grundstückgewinnsteuer wünschenswert wäre. Kurzfristig können Liegenschaften mit Gewinn kaum gehandelt werden. Dies behindert Generalunternehmen und Liegenschaftenhändler. Besondere Erwähnung finden die Grundstückgewinnsteuertarife der französischen Schweiz. Sicher ist auch, dass Fonds in der Schweiz nie sehr attraktiv waren, weil sie der steuerlichen Doppelbelastung unterworfen sind. Eine Änderung wäre hier aber nur im Rahmen einer Änderung des gesamten Unternehmenssteuerrechts denkbar. Die Abschreibungssätze bei den Genossenschaften sind vor fünf Jahren angehoben worden.

Bei Privaten ist auch die Praxis unbefriedigend, wie die Steuerwerte bei der Schenkungs- und Erbschaftssteuer von den Behörden festgelegt werden. Es sind auch schon Ausweichmanöver nach den Kantonen St. Gallen und Schwyz festzustellen. Die Umwandlung in Stockwerkeigentum hingegen ist attraktiv: Zuerst wird renoviert, dann ein Erneuerungsfonds geüffnet, und beides ist absetzbar. Erst jetzt wird verkauft.

⁴⁰ Zum Zeitpunkt der Interviews wird auch ein grösserer Fall eines Verkaufs von Mehrfamilienhäusern an einen Privaten mit anschliessender Umwandlung in Stockwerkeigentum durch ein Unternehmen, welches einen der Experten beschäftigt, publik.

6.12 Mietrecht

Im Mietrecht stehen die folgenden fünf Bereiche im Vordergrund:

1. Weshalb stellt die relative Methode⁴¹ für die befragten Unternehmungen kein Problem dar? Sollten heute oder in Zukunft höhere Abschreibungssätze oder eine Anhebung der Risikomarge notwendig werden, lässt diese Berechnungsart keinen Spielraum für entsprechende Mietpreisanpassungen.
2. Die Umfrage ergab zwei wichtige Problemkreise: Einmal die Überprüfung der Missbräuchlichkeit von Mieten nach der Nettomethode. Diese erlaubt keine Abschreibungen und Rückstellungen. Wie wichtig ist diese Methode bei Anfechtungen der Mieter? Welche Bedeutung ist dem Sachverhalt beizumessen, dass die Mehrheit der Interviewten eine Nettorendite ausweist, die höher ist als die mietrechtlich zugelassene?
3. Die Überwälzbarkeit von nur 50 - 70 % der Erneuerungskosten wird moniert. Dieser Einwand scheint nicht gerechtfertigt. Die bisherige Miete sollte doch den laufenden Erneuerungsarbeiten Rechnung tragen. Die neue Miete soll die wertvermehrenden Investitionen tragen. Wo liegt hier das Problem?
4. Die orts- und quartierübliche Miete wird als nicht praktikabel bezeichnet. Sie kommt bei den Befragten auch nur noch vereinzelt zur Anwendung.
5. Die Anfechtbarkeit der Anfangsmiete wird einhellig abgelehnt. Sie ist ein Unikum im Vertragsrecht und verstösst gegen das Prinzip "pacta sunt servanda".
6. Die Bruttorendite zur Berechnung der angemessenen Miete wird von den Interviewpartnern nicht zur Diskussion gestellt. In der Gerichtspraxis und in der Literatur finden sich aber zahlreiche Beispiele für strittige Berechnungsmethoden, insbesondere was den Bezugswert zur Ermittlung dieser Rendite anbelangt. Auf diese Frage wird im weiteren nicht eingegangen⁴².

Ad 1: Heute sind wir in einer Situation, in der wir uns der Marktmiete schnell nähern. In dieser Situation können in vielen Fällen zusätzliche Erhöhungen kaum durchgesetzt werden. Deshalb steht das Mietrecht heute auch nicht im Vordergrund. Sobald die Konjunktur und die Nachfrage wieder anzieht, wird der Druck des Mietrechts und noch mehr der Mietrechtspraxis wieder spürbar.

Es wird in der Regel nach der Kostenmiete⁴³ verfahren, der maximal mögliche Überwälzungssatz wird wenn immer möglich angewandt, alle Erhöhungsgründe maximal ausgenützt. Aber immer im Rahmen des Mietrechts. Es wird möglichst vermieden, dass ein Mieter vor Gericht Recht bekommt, denn dann werden die restlichen Mieter bei der nächsten Gelegenheit ebenfalls den Rechtsweg beschreiten. Heute sind die Mieter durch die Medien bestens informiert und grosszügige Interpretationen des Mietrechts lassen sich nicht mehr durchsetzen.

⁴¹ Siehe Abschnitt 3.1

⁴² Für eine eingehende Diskussion Vgl. SVIT [20].

⁴³ Siehe Abschnitt 3.1

Diese Überwälzungsmöglichkeit wird von den Eigentümern als die am wenigsten problematische anerkannt. Sie lässt aber keine Erhöhung von Risikozuschlag und Abschreibungssatz zu. Sind die Abschreibungen bei der erstmaligen Festlegung der Mietzinsen enthalten, und die Mieten laufend nach der relativen Methode angehoben werden, sollte man über die Runden kommen. Hat man bei der Anfangsmiete bei einem Neubau nicht die kostendeckende Bruttorendite erreicht und liess man damals keinen Vorbehalt anbringen, dann wird die Nettomethode zur Notlösung. Im Übrigen ist zu berücksichtigen, dass bei einer geschätzten Mieterrotation von fünf Jahren genügend Spielraum bleibt, um Mietzinse neu anzupassen. Ein 10 % - Aufschlag bei einer Neuvermietung wird in der Regel toleriert. Andererseits sind Gerichtsfälle bekannt, in denen eine Abweichung von über 7 % zwischen zwei Wohnungen in der gleichen Liegenschaft als missbräuchlich beurteilt worden ist.

Ad 2. Die Nettorendite wird immer bedeutsamer, und zwar zur Abklärung des übersetzten Betrages bei Forderungen nach Mietzinssenkungen. Sie muss vom Vermieter angerufen werden, um sich der ungerechtfertigten Mietzinssenkungsansprüche zu erwehren. Sie ist letztlich aber auch keine objektive Methode, weil bei der Ermittlung des Wertes am Ende doch wieder der Richter seine Hand im Spiel hat. Ist nämlich die Liegenschaft zu einem übersetzten Kaufpreis erworben worden, dann gilt auch hier eine niedrigere Basis und der Erfolg des Vermieters ist vor Gericht in Frage gestellt. Diesen Sachverhalt auch noch zu prüfen, grenzt an eine Schikane. Bei der Festsetzung der Anlagekosten bei älteren Gebäuden sollten auch Schätzwerte wie amtliche Werte oder Steuerwerte oder Versicherungswerte zugelassen werden.

Unergründlich bleibt, weshalb in der kostendeckenden Bruttorendite Abschreibungen und Risikoprämie enthalten sind, bei der Ermittlung der Nettorendite rein von den Ausgaben und nicht von den Kosten ausgegangen wird! Damit muss der zugelassene halbe Prozentpunkt-Zuschlag alles finanzieren: Abschreibungen und Risikoprämie⁴⁴. Viel darüber liegt sie bei Neubauten und Neuerwerbungen auch nicht, das lässt der Markt nicht zu. Dass das Eigenkapital trotz höherer Risiken gleich wie das Fremdkapital verzinst wird, scheint nicht so tragisch.

Nach Handwechseln kann die Nettomethode bei der Anhebung der Mieten ebenfalls eine Rolle spielen.

Weit wichtiger als das Mietrecht scheint die Mietrechtspraxis zu sein. Sie ist von Kanton zu Kanton verschieden. Besonders schlimm ist diese Praxis in der französischsprachigen Schweiz⁴⁵. Faktisch aber werden Prozesse vermieden, denn wenn ein Mieter vor Gericht Recht bekommt, dann geht es nicht lange und die übrigen Mieter stellen ebenfalls Forderungen. Die Verfahrensrisiken sind hoch. Letztlich wird mit den Mietern eine Vereinbarung getroffen. Wird diese nachträglich von einem Mieter angefochten, dann

⁴⁴ Mietrechtlich ist eine höhere Rendite zugelassen, wenn im laufenden Mietverhältnis nach der relativen Methode vorgegangen wird. Die absolute Methode wird nur einredeweise herangezogen, falls der Vermieter einem Reduktionsanspruchs des Mieters nach der relativen Methode nicht stattgeben will. Dann muss mit der Netto-Methode bewiesen werden, dass kein Missbrauch vorliegt. Im Fall der Mietzinserhöhung nach der relativen Methode kann der Mieter ebenfalls die Netto-Methode zur Einrede benutzen. Die absolute Methode hat demnach Vorrang. Faustregel: "Forderungsweise relativ, einredeweise absolut". Vgl. R. Siegrist [18].

Nach neuem Mietrecht bildet sie sogar die Regel (OR Art. 269, Mietzinse sind missbräuchlich, wenn damit ein übersetzter Ertrag aus der Mietsache erzielt wird... In BGE 106 II 356 ff. hat das Bundesgericht zur Frage des nicht übersetzten Mietzinsen unmissverständlich festgelegt, dass der Nettoertrag - ohne Berücksichtigung der Abschreibungen und Rückstellungen - aus der Liegenschaft im Verhältnis zum teuerungsindexierten Eigenkapital den aktuellen Hypothekarzinsatz nicht mehr als um ½ % übersteigen dürfe).

⁴⁵ Hier entrüstet sich ein Gesprächspartner, dass sogar einmal das Bauamt (Stadt Genf) eine mit den Mietern abgesprochene Sanierung und gleichzeitige Mieterhöhung als missbräuchlich taxiert habe!

dauert es sehr lange bis man endlich die gewünschten Mieteinnahmen erreicht. Die Schlichtungsstellen sind auch nicht für gerechte Entscheide da, es kommt dauernd zu irgendwelchen faulen Kompromissen.

Ad 3: Der Mietzins enthält Abschreibungen und Risikoprämie nur nach Berechnung gemäss kostendeckender Bruttorendite (2 % über den 1. Hypothekarsatz wird heute meist von den Mietgerichten anerkannt). Diese Methode ist betriebswirtschaftlich befriedigend (ein Experte erachtet diese Zuschläge als ungenügend). Wenn die Abschreibungen in der Miete richtig berechnet würden, könnte man tatsächlich auf einen derart massiven Aufschlag verzichten. Denn es ist wahr, die Qualitätsverbesserung der Wohnung liegt sicher nicht bei 70 % des Erneuerungsaufwands. Sehr oft wird auch übersaniert. Luxuslösungen sind in den wenigsten Fällen angebracht. Die Eigentümer sind hin und wieder zu wenig kostenbewusst. Die gleiche Sanierung kostet einmal 70 000, das andere Mal 120 000 Franken. Wichtig scheint, dass jeder Mieter den effektiven Liegenschaftsaufwand trägt, den er nutzt. Die Mietgerichte achten auch darauf, dass nur der wertvermehrende Aufwand überwältigt wird.

Der Unternehmer kann jedoch bei einem Neubau kaum je die gewünschte und zulässige Miete durchsetzen, da dies die Marktlage selten zulässt. Erfahrungsgemäss bleibt heute die erste Miete 30 % unter den berechneten Kosten. Der Investor hofft jeweils diesen Fehlbetrag später nachholen zu können. Ein Vorbehalt kann er kaum je machen, weil dies potentielle Mieter abschreckt. Also bleibt ihm nur die 50 - 70 % Regel als Ventil. Je höher dieser Satz veranschlagt wird, desto besser sind die Chancen nach einer Sanierung doch noch auf eine kostendeckende Miete zu kommen.

Heute ist andererseits aus konjunkturellen Gründen eine Überwälzung von 70 % oft nicht möglich. Eine 3-Zimmer-Wohnung, die bis heute 900 Franken kostete, müsste nach einer Sanierung (Fr. 80 000.--) neu 1600 kosten, dieser Betrag ist nicht mehr einfach durchzusetzen. Allenfalls sieht die Rechnung brutto etwas besser aus, falls durch Isolation noch Heizkosten gespart werden. Dieser Aufschlag lässt sich aber auch mietrechtlich kaum durchbringen. Einerseits wird von den Mietgerichten meist nur noch 50 % akzeptiert⁴⁶, andererseits fürchtet der Vermieter mietrechtliche Anfechtungen (Damokles-Schwert) und kalkuliert von Anfang an vorsichtig. Bei der Auseinandersetzung vor Gericht kann zur Beweisführung auf die einzelnen Ausgabepositionen zurückgegriffen werden, was dann unter Umständen ein schlechteres Resultat ergibt. Zu berücksichtigen ist auch, dass heute während des Umbaus happige Mietzinsreduktionen gewährt werden müssen. Diese Ausfälle können zwar nachträglich auch als Mieterhöhungsgrund vorgebracht werden. Das Problem liegt aber darin, dass die Mieterhöhung erst nach erfolgtem Umbau angezeigt werden darf, womit nochmals mindestens drei Monate verloren gehen. Sicher ist die Mietgerichtspraxis äusserst mühsam. Manchmal entsteht der Eindruck, die ganze Übung diene nur dem Broterwerb der Juristenzunft.

Ad 4) Ein Experte ist überzeugt, dass mit der Orts- und Quartierüblichkeit die Mieten periodisch an den Markt herangeführt werden können - sei es in einem Schritt oder gestaffelt über einen längeren Zeitraum. Er hat dies in der Praxis auch durchsetzen können und wird es auch in Zukunft wieder mit dieser Methode versuchen⁴⁷. Dagegen wird eingewendet: "Wer mit der orts- und quartierüblichen Miete argumentiert, kennt die Mietrechtspraxis nicht". Die Vergleichsmiete ist ohne vorherigen Vorbehalt sehr schwierig durchzusetzen. Die Orts- und Quartierüblichkeit kann erst 5 - 7 Jahre nach der letzten

⁴⁶ Darauf wird je nach Lebensdauer eine Verzinsung der Anlagen von 8 - 12 % pro Jahr gestattet.

⁴⁷ Die Mieten wurden vor rund sechs Jahren nach der Vergleichsmethode erhöht, dann in den folgenden Jahren nach der Kostenmiete, um jetzt wieder nach einer grösseren Evaluation der Mieterträge erneut nach der Orts- und Quartierüblichkeit angehoben zu werden. Diese Evaluation bringt unter anderem die Fluktuationsrate und die Leerstände in einer Liegenschaft zutage. Sind diese hoch wird eher nicht erhöht, andernfalls schon.

Erhöhung wieder Anwendung finden⁴⁸ und ist sehr schwierig zu beweisen. Die Vergleichsmiete wird von den Gerichten derart restriktiv beurteilt, dass sie in der Praxis fast nicht durchführbar ist. Heute hat der Mieter mehr Vergleichszahlen vom Mieterverband als sie sich der Vermieter jemals beschaffen kann. Diese Methode muss verbessert werden. Ist das Baujahr wirklich ein Kriterium? Warum mindestens fünf Vergleichsobjekte?

Ad 5) Vor allem die Anfechtbarkeit der Anfangsmiete ist stossend. In keinem anderen Bereich ist es möglich, ein abgeschlossener Vertrag im Nachhinein zu verändern. Diese Gesetzesbestimmung hat jedoch in jüngster Zeit durch die Aufhebung der Formularpflicht zumindest im Kanton Zürich markant an Bedeutung verloren.

Sicher wäre die Marktmiete das geeignete Instrument. Ein funktionierender Markt bietet auch Schutz für die Mieter. Das sieht man heute wieder stärker. Der Markt zwingt zu niedrigeren Mieten, nicht der Staat. Eine möglich Vereinfachung wäre auch in der Vollindexierung zu sehen. Sie ist neu im Recht auch vorgesehen. Ein Befragter hat damit angefangen. Sie ist vor allem in einer Phase mit sinkenden Zinsen interessant. Damit sich diese durchsetzen liess, musste sich der Vermieter jedoch einseitig auf fünf Jahre binden.

⁴⁸ BGE 118 II 130ff

7 Fazit

7.1 *Die Situation der Mehrfamilienhauseigentümer in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre*

Bei der Beantwortung der Frage, wie es um die Finanzierungskraft der Mehrfamilienhauseigentümer steht, ist zwischen dem Gesamtbestand der gehaltenen Liegenschaften und den Problemliegenschaften zu unterscheiden. Beim Gesamtbestand ergeben sich bei den befragten Unternehmen sowie aus den Interviews mit den Experten keine grösseren Schwierigkeiten bei der Erneuerungsfinanzierung. Die befragten institutionellen Liegenschaftsbesitzer bekunden - vor allem wenn ihr Bestand mehrheitlich eigenfinanziert ist - keine Mühe, die Mittel für den Erneuerungsaufwand zu erwirtschaften. Auf Grund von Mischkalkulationen und im Lichte der gesunkenen Fremdfinanzierungskosten ist die Finanzierung von Erneuerungen im grossen und ganzen gesichert. Finanzierungsprobleme ergaben sich gemäss Modellrechnung und Befragung vor allem bei den 1989-90 erworbenen, fremdfinanzierten Liegenschaften, und dies insbesondere bei den Genossenschaften und den privaten Mehrfamilienhausbesitzern. Ungefähr 10 % des heutigen Liegenschaftenbestandes dürfte davon betroffen sein.

7.2 *Mietpreiskalkulation und Kostenmanagement in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre*

Die Unterhaltskosten sind aufgrund der Leerwohnungsbestände in den letzten Jahren gestiegen. Die Abschreibungs- und Rückstellungspraxis ist trotz fallender Liegenschaftspreise bei allen Institutionellen - die Genossenschaften einmal ausgeklammert - gleich geblieben. Da die Fremdfinanzierungskosten in den neunziger Jahren laufend abgenommen haben und die Mietpreise nicht entsprechend angepasst wurden, ergeben sich in der Regel keine Finanzierungsengpässe. Probleme sind vor allem bei den natürlichen Personen zu orten; ihre Ende der achtziger Jahre erworbenen Liegenschaften erbringen nicht den Cash Flow, um Rückstellungen in genügender Höhe zu tätigen und führen ihre Eigentümer bei der Neubewertung im Rahmen von Kreditfinanzierungen, bei der Herabsetzung der Kreditlimiten durch die Banken und beim Verkauf - insbesondere beim Zwangsverkauf - in ernsthafte Schwierigkeiten. Sie wurden in dieser Arbeit nur modellmässig erfasst. Diese Gruppe dürfte aufgrund ihres hohen Fremdkapitalanteils die grössten Probleme mit der Finanzierung von Erneuerungsarbeiten haben. Eine entsprechende Untersuchung ist nachzuholen. Sie ist aber nicht im Rahmen einer Umfrage zu bewerkstelligen, da natürliche Personen erfahrungsgemäss wenig Zahlengrundlagen liefern können und auch nicht gewillt sind, detailliert über ihre Vermögensverhältnisse Auskunft zu geben.

Die Bruttorendite auf dem Bestand von 6,1 - 7,5 % bei den befragten institutionellen Liegenschaftshaltern scheint befriedigend zu sein. Etwas höher liegt sie bei den neu erworbenen oder noch zu erwerbenden Liegenschaften, und zwar zwischen 6,5 und 8 %.

Gemäss Farago betrug die von den Eigentümern als befriedigend erachtete Rendite 1992 ebenfalls 8 %⁴⁹. Die hohen Liegenschaftspreise Ende der achtziger und anfangs der neunziger Jahre haben zwar die Bruttorendite auch bei institutionellen Anlegern gedrückt, doch hat sich daraus keine allgemeine Finanzierungslücke entwickelt, da die Mieterträge 1989 - 93 markant und in den Folgejahren abgeschwächt zunahmen. Wer nicht verkaufen musste und nicht durch

⁴⁹ Farago, P. [6]

die Kreditlimiten der Banken bedrängt wurde, konnte die Bruttorendite in den neunziger Jahren steigern. Dies bestätigt auch Meier in seiner Nachkalkulation für verschiedene Objekte für den Zeitraum 1991-1993 in der Region Basel⁵⁰.

Der Investor muss nach den vorliegenden Erkenntnissen in Inflationszeiten weniger Rückstellungen machen, da seine Mieteinnahmen schneller als die Teuerung wachsen und auch der Wert seiner Liegenschaft ihm zusätzliche Finanzierungsmöglichkeiten eröffnet. Er kann sich somit in inflationären Zeiten mit einem geringeren Zuschlag für Unterhalt und Abschreibungen begnügen⁵¹.

Folglich müsste die Bruttorendite über die Zeit hinweg relativ konstant sein. In inflationären Zeiten ist sie trotz hoher Zinsen relativ tief wegen des Liegenschaftsgewinns und damit des wegfallenden Zwangs zu vollen Abschreibungen, in deflationären Zeiten trotz tiefer Zinsen relativ hoch wegen möglicher Liegenschaftsverluste und der höheren Abschreibungen und Rückstellungen. Dies zeigt auch die Simulation mit dem in dieser Arbeit entwickelten Modell für hauptsächlich eigenmittelfinanzierte Liegenschaften. Dies resultiert aber auch aus der Umfrage bei direkt betroffenen Liegenschaftsbesitzern und Fachleuten der Immobilienbranche.

Dieser Zusammenhang ist den Experten jedoch mehrheitlich nicht klar. Hier könnte ein Renditeindex Abhilfe schaffen⁵² und die Liegenschaftsbewertung objektiver gestalten helfen. Ein solcher liesse sich anhand des in dieser Arbeit vorgestellten Modells - um einige weitere Faktoren verfeinert - erstellen. Er könnte bestenfalls auch die zyklischen Schwankungen im Immobiliensektor verringern helfen.

7.3 Strategien der Liegenschaftsbesitzer

Was tun die befragten institutionellen Anleger angesichts des erhöhten Vermieterrisikos und ausbleibender Kapitalgewinne?

Angesichts der starken Mietpreissteigerung in den neunziger Jahren sind sie noch zu keinen markanten Änderungen ihres Verhaltens gezwungen worden. Aus den Antworten ergeben sich eine erstaunliche Konstanz bei den Abschreibungen und Rückstellungen gegenüber den achtziger Jahren sowie eine höhere Zurückhaltung beim Neuerwerb von Liegenschaften. Immobilien mit erhöhten Risiken werden vermehrt abgestossen bzw. in Eigentumswohnungen umgewandelt.

Die in der Hochpreisphase erworbenen Liegenschaften erbringen nicht den benötigten Cash Flow. Höhere Mieterträge wären hier dringend erwünscht, lassen sich aber am Markt nicht durchsetzen. Der Wille zu höheren Risikoprämien und Abschreibungssätzen zeigt sich vor allem bei Akquisitionen. Die Bruttorenditen, die heute als Grundlage von Liegenschaftskäufen und -verkäufen unterlegt werden, sind höher als während des Booms und sicher auch marktkonformer. Interessant ist dabei, dass Liegenschaftsgewinne bei allen Befragten kein Element der Kalkulationsgrundlagen darstellen. Wie die Modellrechnungen zeigen, ist aber gerade der

⁵⁰ Die Bruttorendite nahm bei allen untersuchten Objekten um rund 0,5 % auf 6,26 - 6,51 % zu. Die anfänglich negative Nettorendite stieg innerhalb von zehn Quartalen in den positiven Bereich. Meier, G., [15]

⁵¹ Dies muss ja auch so sein, denn wenn man die herkömmliche Zuschlagskalkulation (2 % über Hypothekarsatz) Ende der achtziger Jahre angewandt hätte, wäre man auf eine Zahl von annähernd 9 % gekommen. Die Bruttorendite war jedoch in diesem Zeitraum eher tiefer als heute.

⁵² Studer, T., [19]

Liegenschaftsgewinn ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Finanzierungsmöglichkeit. Dies wird auch durch eine Studie von Capozza und Seguin für die USA von 1960-90 bestätigt, in der aufzuzeigen versucht wird, wie sich Mieterträge und Aufwertungsgewinne zueinander verhalten. Darin wird festgestellt, dass eine Zunahme der Mieterträge um 1 % durch eine Abnahme der Liegenschaftsgewinne um 0,6-0,85 % kompensiert wird und Städte mit der tiefsten Bruttorendite erfahren innerhalb einer Dekade um 27 - 40 % höhere Liegenschaftspreissteigerungen als diejenigen mit der höchsten Bruttorendite⁵³. Auf die Schweiz angewendet: Gehen die Investoren heute von relativ hohen Bruttorenditen aus, so rechnen sie offensichtlich in naher Zukunft nicht mit Liegenschaftsgewinnen. Wohnungen an teurer Lage, haben relativ geringe Bruttorenditen, können aber mit hohen Gewinnen rechnen.

Sicher ist eine Tendenz zu einem höheren Renditebewusstsein und einer Professionalisierung der Immobilienverwaltung bei grösseren Eigentümern festzustellen. Und Portfolioüberlegungen bringen Immobilienanlagen vermehrt in Konkurrenz zu alternativen Anlagen. Festzuhalten bleibt jedoch, dass bei der Bewertungspraxis vielfach noch mit unbefriedigenden Methoden gearbeitet wird. Dies geht auch aus den Antworten der Experten hervor. Neben der noch stark verbreiteten Mitberücksichtigung des Realwertes⁵⁴ und der Unterlegung des aktuellen Satzes für 1. Hypotheken⁵⁵ wird fast ausnahmslos mit der statischen Methode bewertet. Ein solches Verhalten birgt Risiken, da die heutigen Erträge mit Unsicherheit behaftet sind.

7.4 Revisionsbedarf beim Miet- und Steuerrecht?

Die befragten Immobilienbesitzer und Experten sind bezüglich der Problemliegenschaften voll dem marktwirtschaftlichen Wettbewerb ausgesetzt und hoffen zur Lösung der Probleme (Leerstände, hohe Unterhaltskosten, Erhalt der Rentabilität) eher auf die Erholung des Marktes als auf staatliche Deregulierung - mit einer Ausnahme, der angemessenen Nettorendite. Anders bei den älteren Liegenschaften. Hier ist zwar die Finanzierung meistens gesichert, doch stellen sich bei der Sicherung der langfristigen Rentabilität mannigfaltige mietrechtliche Probleme.

Mietrecht

Vergleicht man die Antworten der Befragten bezüglich der drängendsten Probleme im Mietrecht mit den Resultaten der Erhebung von Farago u.a.⁵⁶ so sind unter den heutigen Bedingungen die Schwerpunkte anders zu setzen. Gleichgeblieben ist die Forderung nach Einführung der Marktmiete als wichtigster Änderungswunsch, völlig anders aber liegen die Gewichte in bezug auf Änderungen der bestehenden Regelungen: Nicht die Anfechtbarkeit der Anfangsmietzinsen⁵⁷ und der Kündigungsschutz werden in erster Linie beanstandet, sondern der ungenügende Zins bei

⁵³ Capozza, D. und Seguin, P. [3]

⁵⁴ Zumindest wird heute der Realwert schwächer gewichtet, je grösser die Abweichung zwischen Ertrags- und Realwert ist, Naegeli W. und Wenger H. [16]

⁵⁵ Ein typisches Beispiel ist die publizierte Bruttorenditeberchnung der Intershop Holding, Zürich, in welcher anfangs 1997 eine Satz von 4,75 für 1. Hypotheken als Basis herangezogen wird, was sich schon ein Jahr später als viel zu hoch erweist. Flotron, B. [5]. Siehe auch die goldene Regel des Immobilienwesens in der Pressemitteilung des Schweizerischen Hauseigentümerverbandes, SHEV Immobilienumfrage 1996/97 .[27]

⁵⁶ Farago, P. [6]

⁵⁷ Im Kanton Zürich ist zur Zeit die entsprechende Formularpflicht ausser Kraft gesetzt. Aber auch sonst scheinen die Einwände gegen die Anfechtbarkeit der Anfangsmiete eher prinzipieller, denn praktischer Natur zu sein. Zuletzt wurde in der Rechtspraxis ein Zuschlag von 10 % zur Vormiete akzeptiert und auch der Einsprache des Mieters gegen die Anfangsmiete konnte relativ leicht mit der Orts- und Quartierüblichkeit begegnet werden. Der Beweisnotstand lag jeweils beim Mieter.

der angemessenen Nettorendite gemäss OR Art. 269, die 50-70 % Regel und die praktischen Erschwerungen bei der Durchsetzung der Vergleichsmiete (OR Art 269a lit.a) stehen zuoberst auf der Prioritätenliste. Die Anfechtbarkeit der Anfangsmiete und die Unmöglichkeit, erhöhte Abschreibungen überwälzen zu können folgen als Argumente erst später.

Zulässige Nettorendite

Die zulässige Nettorendite - betriebswirtschaftlich die Eigenkapitalrendite - darf den Zinssatz der 1. Hypothek nicht mehr als um einen halben Prozentpunkt übersteigen, andernfalls ist die Miete missbräuchlich. Dieser absolute Mietzinserhöhungsgrund kommt heute vor allem dann zum Tragen, wenn der Liegenschaftseigentümer eine Kostenreduktion nicht weitergeben will und er nach einer Einsprache des Mieters beweisen muss, dass er keinen übersetzten Ertrag erwirtschaftet. Dieses halbe Prozent ist offensichtlich zu tief, sollen damit doch die gesamten Abschreibungen und die Risikomprämie abgedeckt sein. Inwiefern diese Kritik durch die neue Bundesgerichtspraxis, wonach bei Mietpreissenkungen auch die Bruttorendite als Einrede geltend gemacht werden kann⁵⁸, relativiert wird, kann erst die Zukunft zeigen. Sicher ist, dass dieses halbe Prozent den Eigentümern in der heutigen wirtschaftlichen Situation nicht gerecht wird.

50-70 % Regel

Was die 50-70 % anbelangt, handelt es sich dabei um den Anteil bei einer Gesamtanierung, der als wertvermehrend auf die Mieter überwälzt werden darf. In Zeiten, da die Bruttorendite zu tief ist, stellt der Zeitpunkt der Gesamtanierung eine Möglichkeit dar, um sich den Marktverhältnissen anzunähern. Wird nun aber diese 50-70 % Regel von den Schlichtungsstellen und den Gerichten sehr restriktiv gehandhabt, so fallen am Ende nur noch 50 % an und kaum mehr 70 %. Diese Kleinkriege vor Gericht setzen den Eigentümern zu. Dieser Streit scheint aber unumgänglich, da die Unterscheidung zwischen werterhaltend und wertvermehrend kaum objektiv getroffen werden kann.

Vergleichsmiete

Die Vergleichsmiete, welche von allen Befragten als ein gutes Ventil zur Anpassung der Mieten an die Marktmieten betrachtet wird, lässt sich in der Praxis nur schwer durchsetzen. Die formalen Anforderungen der Schlichtungsstellen und Mietgerichte sind nach Aussage aller Interviewpartner zu hoch, die Praktikabilität damit nicht gewährleistet.⁵⁹ Dieser Einwand gilt nicht nur bezüglich der Vergleichsmiete, sondern generell. Sehr oft scheint Aufwand und Ertrag im Mietrecht nicht übereinzustimmen. Hier scheint eine Verbesserung notwendig zu sein.⁶⁰

⁵⁸ Der Schweizer Hauseigentümer [32]

⁵⁹ Ein im Mai 1998 publizierter Entscheid stellt die praktische Anwendung vollends in Frage: Auch ein nach Orts- und Quartier-üblichkeit festgelegter Mietzins sei auf Begehren des Mieters darauf zu überprüfen, ob er gemäss Ertragsrechnung angemessen sei. BGE 4C.483/1997

⁶⁰ Neuestes Beispiel für eine Gerichtspraxis, welche den Liegenschaftsbesitzern das Leben schwer macht, ist ein im Februar publizierter Entscheid des Bundesgerichts, wonach ein erster nicht vollständig weitergegebener Mietzinsanspruch, gegen den ein Mieter keinen Einspruch erhoben hat, auch bei der zweiten Mietzinsreduktion vom Mieter noch geltend gemacht werden kann. BGE 4C.232/1997

Anfechtbarkeit der Anfangsmiete

Die Anfechtbarkeit der Anfangsmiete wird von den Liegenschaftsbesitzern nicht als sehr wichtig erachtet. Einerseits ist die Formularpflicht zur Bekanntgabe der Vormiete im Kanton Zürich und in weiteren Kantonen aufgehoben worden, andererseits steht einer Erhöhung der Mieten gerade bei zu teuer erworbenen Liegenschaften die konjunkturelle Situation entgegen.

Höherer Risikozuschlag als Kostenfaktor?

Die vielleicht erwartete Forderung nach Ueberwälzungsmöglichkeiten erhöhter Abschreibungskosten auf die Mieter und/oder erhöhter Risikozuschläge aufgrund des erhöhten Leerwohnungsbestandes sind mehrheitlich ausgeblieben. Offensichtlich sind aufgrund der Marktsituation solche Forderungen gar nicht durchsetzbar. Als neue Kostenfaktoren zur Rechtfertigung höherer Mieten wären sie aus ökonomischer Sicht sicher zu überdenken.

Sprunghafter Anstieg der Mieten

Die für Mieter besonders unerfreulichen Mietzinsanpassungen in Folge von Gesamtsanierungen sind sehr direkt mit dem Mietrecht verbunden. Eine Gesamtsanierung wird sowohl aus mietrechtlichen wie auch aus ökonomischen und technischen Gründen einer laufenden Erneuerung der Liegenschaft vorgezogen. Einerseits ist es technisch unumgänglich gewisse grössere Arbeiten nach einer bestimmten Lebensdauer des Gebäudes vorzunehmen, andererseits drängt es sich ökonomisch auf, einzelne Arbeiten zusammenzufassen. Am wichtigsten aber ist sicherlich die mietrechtliche Vorgabe, wonach laufende Erneuerungen nicht als wertvermehrend gelten und deshalb nicht überwältzt werden können, während grössere Ueberholungen zu 50-70 % einer Wertvermehrung gleichkommen und dem Mieter aufgerechnet werden können. Dass diese Klausel von den Immobilieneigentümern auch rege als Ventil benutzt wird, zeigt sich an der Vehemenz, mit der für eine grosszügige Interpretation dieses Rahmens durch die Gerichte gekämpft wird. Sie betrifft vor allem die Rendite älterer Liegenschaften. Eine zu starke Einengung führt aber sicherlich dazu, dass Neubauten gegenüber Altbausanierungen vorgezogen werden, da bei den neuerstellten Wohnungen die Marktmiete voll zum Zuge kommt.

Marktmiete und / oder indexierte Miete?

Soll in Zukunft die Segmentierung des Marktes in Alt- und Neubauwohnungen nicht wieder verstärkt auftreten, müssen die Mieten tendenziell und langfristig an die Marktmieten herangeführt werden können. Zu diesem Zweck sind den Vermietern auch entsprechende Instrumente in die Hand zu geben. Gerade bei den unrentablen Liegenschaften aus den späten achtziger Jahren muss dem Vermieter bei Mietpreissenkungsforderungen eine Möglichkeit geboten werden, seine Mietpreiskalkulation zu überprüfen. Aber auch Mietpreiserhöhungsgründe wie die Vergleichsmiete oder die 50-70 %-Regel sollen, sobald dies der Markt zulässt, zur Verbesserung der Rentabilität und des Cash Flows bei Liegenschaften aus der Hochpreisphase herangezogen werden können. Andernfalls ist eine Verbesserung der Finanzierungsmöglichkeit von Unterhaltsaufwand bei den betroffenen Liegenschaften längerfristig ausgeschlossen. Dies liefe auf eine Förderung des Verkaufs und der Gesamtsanierung hinaus und damit auch auf eine Zunahme sprunghaft ansteigender Mieten.

Aus ökonomischer Sicht kann langfristig allen angesprochenen Problemen mit der Einführung der Marktmiete am ehesten begegnet werden. Als für die Mieter erfreuliches Nebenprodukt wäre

auch die von Von Ungern-Sternberg [22] angeprangerte Ueberindexierung der Mieten⁶¹ in inflationären Zeiten damit ein für allemal behoben. Der Zeitpunkt dazu wäre heute sicher nicht schlecht gewählt. Ist diese Lösung politisch und gesellschaftlich nicht erwünscht, bleibt die Flexibilisierung und Vereinfachung des geltenden Mietrechts oder aber der Übergang zur Indexierung der Mieten. Diese letzte, vom Bundesrat ins Auge gefasste Lösung⁶², müsste auf ihre Auswirkungen ausgelotet werden.

Steuerrecht

Abschreibungsmöglichkeiten für private Mehrfamilienhauseigentümer

Steuerrechtlich, so hat die Umfrage ergeben, steht einer verbesserten Berücksichtigung der Risiken und höherer Abschreibungssätze wenig entgegen. Einzig die fehlende Abschreibungsmöglichkeit bei Liegenschaften im Privatvermögen wäre noch genauer zu untersuchen. Wenig Sinn macht auch die Verweigerung der Abzugsmöglichkeit von Einlagen in den Erneuerungsfonds von Stockwerkeigentümern in den Kantonen Genf und Uri. Zum Teil sind auch die Sätze der Grundstückgewinnsteuer kritisiert worden, doch müsste diese Frage auch im Lichte der möglicherweise neu einzuführenden Kapitalgewinnsteuer auf beweglichem Vermögen beurteilt werden. In diesem Zusammenhang wären sicher auch die Handänderungssteuern und Notariats-tarife einer näheren Betrachtung zu unterziehen. Diese Restriktionen im Handel verhindern zusammen mit den hohen Informationskosten im Immobiliensektor mögliche Arbitragegeschäfte zur Beseitigung von Ineffizienzen.

Korrektur der Ertrags- und Kapitalfaktoren bei Immobilien-Aktiengesellschaften und Genossenschaften

Die vor allem kleinere Investoren störende Korrektur der Ertrags- und Kapitalfaktoren bei Immobilien-Aktiengesellschaften und Genossenschaften kam in den Interviews nicht zur Sprache. Die auf das Jahr 1968 zurückgehende Praxis, beim Vorliegen von "missbräuchlich" hoher Fremdfinanzierung, das Eigenkapital, wenn es weniger als 1/3 des Buchwertes beträgt, teilweise anzuheben und den Ertrag entsprechend zu korrigieren, hat in das neue Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer (Art. 65 in Verbindung mit Art. 75) und das Steuerharmonisierungsgesetz Eingang gefunden⁶³. Mit dem neuen Gesetz findet diese Regelung auch Anwendung auf Genossenschaften, was auch im Parlament zu heftigen Diskussionen geführt hat. Hier hat der Bundesrat in seiner Antwort auf die Motion Engeler Abhilfe versprochen. Für kleinere Investoren und natürlich Einfamilienhausbesitzer von Interesse wären auch die steuerlichen Hindernisse, welche einer Verbriefung des Hypothekarkredits in Form von Hypothekarfonds neben mangelnden einheitlichen Bewertungskriterien⁶⁴ im Wege stehen, und zwar die Stempelabgaben und die Verrechnungssteuer. Für natürliche Personen von Vorteil, ist auch die Möglichkeit einer indirekten Amortisation der Hypotheken. Auch diese Aspekte fanden keine Erwähnung.

⁶¹ Die Überindexierung entsteht durch die Überwälzungsmöglichkeit des Hypothekarzinsanstiegs. Damit lassen sich Mietsteigerungen, die über die allgemeine Teuerung hinausgehen erzielen. Vergleiche dazu auch Basler und Hoffmann [1].

⁶² Der Bundesrat hat in seiner Sitzung vom 2. September 1998 beschlossen, der Volksinitiative des Mieterverbandes "Ja zu fairen Mieten" einen Gegenvorschlag gegenüberzustellen. Das Mietrecht soll vereinfacht werden, indem Mietzinsanpassungen in Zukunft vor allem aufgrund der Teuerungsentwicklung geltend gemacht werden können.

⁶³ In der Übergangsbestimmungen des DBG schafft der Gesetzgeber die Möglichkeit, solche Immobiliengesellschaften bis Ende 1999 steuerlich privilegiert aufzulösen. Wobei der Kanton Zürich bei dieser Privilegierung nicht nachgezogen hat.

⁶⁴ Die hedonische Methode könnte hier eventuell Abhilfe schaffen.

7.5 Schlussfolgerung

Primäres Ziel dieser Studie war es, allfällige Finanzierungsprobleme bei der Erneuerung von Wohnliegenschaften zu evaluieren und nach Möglichkeit zu quantifizieren. Erst in zweiter Linie sollte die Frage beantwortet werden, ob allenfalls miet- oder steuerrechtliche Regelungen Ursache der Probleme sind. Wie die Ergebnisse zeigen, hält sich der Anteil der Problemliegenschaften in engen Grenzen und Probleme sind hauptsächlich auf einen überhöhten Kaufpreis zurückzuführen. Trotzdem ist es von Interesse einige mietrechtliche Betrachtungen anzustellen, insbesondere was die zukünftige Situation der betroffenen Eigentümer angeht. Diese könnten mit dem in Kapitel 4 verwendeten Modell selbstverständlich noch deutlich vertieft werden.

Das Ziel, die Finanzierung des notwendigen Erneuerungsaufwands bei jenen rund 10 % der Liegenschaften zu sichern, die sich heute durch Finanzierungsprobleme auszeichnen, und deren zusätzliche Fremdfinanzierungsmöglichkeiten auch in Zukunft gering sein werden, lässt sich grundsätzlich ohne staatliche Hilfe nur bei einer verstärkten Nachfrage nach Mietwohnungen und steigenden Mieterträgen erreichen.

Dabei ist zwischen einem Szenario allgemeiner Teuerung und einem Szenario relativ steigender Mieten zu unterscheiden.

Das geltende Mietrecht würde im Falle einer allgemeinen Preissteigerung zwar die Rendite verbessern, jedoch keine Erhöhung des Cash Flows zulassen. Allenfalls könnte sich die Finanzierung auf dem Wege der Liegenschaftspreissteigerung verbessern. Die Lage bliebe kritisch, insbesondere, wenn der Inflationsphase wieder eine Desinflationsphase folgen sollte. Im Falle relativ steigender Mieten hätten die Vermieter keine Chance von der erhöhten Nachfrage zu profitieren. Je einfacher es innerhalb des geltenden Mietrechts ist, sich der Marktentwicklung anzupassen und/oder zusätzliche Kostenfaktoren geltend zu machen, desto besser würde natürlich die finanzielle Situation der Vermieter. Dies gilt selbstverständlich für alle Liegenschaften und nicht nur für die notleidenden.

Würden die *Mieten* gemäss Bundesratsvorschlag *indexiert*, käme es im Vergleich zur Kostenmiete zu einer Verschlechterung der Situation, weil die Mieten weniger stark steigen dürften, als nach geltendem Recht. Die Rendite bliebe konstant, doch der Cash Flow würde sich wegen der nicht überwältzbaren Hypothekarzinsen deutlich verschlechtern. Die Fremdfinanzierungsmöglichkeiten würden hingegen ansteigen. Bei relativen Preisverschiebungen könnten die Immobilienbesitzer ihre Lage überhaupt nicht verbessern.

Bei der *Marktmiete* wäre bei einer allgemeinen Teuerung eine Schlechterstellung gegenüber der Kostenmiete zu erwarten, da die Hypothekarzinse wiederum nicht überwältzt werden können. Der Cash Flow würde wiederum sinken. Die relative Preisverschiebung hingegen könnte voll ausgenutzt werden und würde zur gewünschten Verbesserung des Cash Flows führen. Geht man davon aus, dass die Realzinsen langfristig stabil bleiben und jeder Inflationsphase eine Desinflationsphase folgt, so bietet einzig dieses Szenario eine Möglichkeit zu einer grundlegenden Verbesserung der Finanzierungssituation der Immobilienbesitzer.

Die spekulative Übertreibung in den Jahren 1988 - 91 hinterlässt heute ihre Spuren. Die Bereinigung dürfte unseres Erachtens in der Zukunft aber ohne allzu grosse Einbussen bei der

Liegenschaftserneuerung vonstatten gehen. Eine Lockerung des Miet- und Steuerrechts kann bei der notwendigen Bereinigung nur wenig Erleichterung verschaffen.

Dass das geltende Mietrecht jedoch ganz allgemein, nicht nur im Hinblick auf die von der Krise betroffenen Liegenschaften, revisionsbedürftig ist, sollte die vorliegende Studie hinlänglich gezeigt haben. Ein entsprechender gesetzgeberischer Kraftakt in Richtung einer effizienteren Wohnraumbewirtschaftung könnte allen Eigentümern, letztlich aber auch den Mietern, zugute kommen.

Literaturverzeichnis

Studien:

- [1] **Basler und Hofmann (1974):** Mietpreisgestaltung im Allgemeinen und bei der Erneuerung von Wohnraum, interne Studie im Auftrag des Bundesamts für Wohnungswesen
- [2] **Boss, M. u.a. (1997):** Mietzinsgestaltung und Gebäudeunterhalt, Gruppendifplomarbeit an der Zürcher HWV Winterthur
- [3] **Capozza, D.R. und Seguin, P.J. (1996):** Expectations, efficiency and euphoria in the housing market in: Regional Science and Urban Economics, Vol. 26, June
- [4] **Chinloy, P. (1988):** Real Estate, Investment and Financial Strategy, Boston
- [5] **Flotron, B. (1997):** Je grösser die Panik, desto besser die Chancen, in: Invest, Immobilien 97
- [6] **Farago, P. u.a. (1993):** Verhalten der Investoren im Wohnungs-Immobilienmarkt, Schriftenreihe Wohnungswesen, Bundesamt für Wohnungswesen
- [7] **Gähwiler, Urs (1991):** Die Besteuerung der Immobiliengesellschaft und der daran Beteiligten, Dissertation Hochschule St. Gallen
- [8] **Gratz, E. (1995):** Mietzinsgestaltung, Zürich
- [9] **Green, R. und Hendershott P. (1996):** Age, housing demand, and real house prices, in: Regional Science and Urban Economics
- [10] **Gurtner, P. (1998):** Leerwohnungsbestand 1997, in Die Volkswirtschaft, Februar
- [11] **Haari, Roland (1988):** Wie Eigentümer ihre Mietwohnungen erneuern, Arbeitsberichte Wohnungswesen, Bern
- [12] **Höhn, E. (1994):** Steuerrecht, Bern
- [13] **Hösli, M. u.a. (1995):** Three new real estate price indices for Geneva, Working Paper 7, HEC, Université de Genève
- [14] **Jaeger, F. und Bühler St. (1995):** Marktmiete: Schweizer Wohnungsmieten zwischen Politik und Markt, Chur/Zürich
- [15] **Meier, G. (1995):** Das Renditeniveau einer Immobilienanlage im Ländervergleich Schweiz Bundesrepublik Deutschland unter besonderer Berücksichtigung der Anlagekosten. Diss. Basel
- [16] **Naegeli, W. und Wenger, H. (1997):** Der Liegenschaftenschätzer, 4. vollst. überarbeitete Auflage, Zürich
- [17] **Schütz, B. (1990):** Kennziffermodell zur Beurteilung von Immobilieninvestitionen, Zürich
- [18] **Siegrist, R. (1997):** Der missbräuchliche Mietzins - Regel und Ausnahme, Zürich
- [19] **Studer, T. (1997):** Der Wert einer Immobilie liegt im Ertrag, nicht in der Bausubstanz, in: Invest, Immobilien 97
- [20] **SVIT (Herausgeber) (1991):** Schweizerisches Mietrecht, Kommentar, Zürich
- [21] **Tochtermann, D. u.a. (1997):** Immo-Monitoring 1998 (Wüest&Partner), Zürich
- [22] **von Ungern-Sternberg, T. (1997):** Ökonomische Grundlagen für ein vernünftiges Mieterschutzgesetz, Cahier de recherches économiques, DEEP, Lausanne

Gesetze:

- [23] **Botschaft über Rahmenkredite für die Wohnbau und Eigentumsförderung (1997)**
- [24] **Schweizerisches Obligationenrecht:** Achter Teil: Die Miete
- [25] **Verordnung über die Miete und Pacht von Wohn- und Geschäftsräumen**

[26] **Gesetz über die direkten Steuern**, Kanton Zürich 1995

Periodika:

[27] **Der Schlüssel zur Schweizer Wirtschaft**, No 1, Februar 1997

[27] **Der Schweizer Hauseigentümer**, No 2, 5. Januar 1998

[28] **Tages-Anzeiger**, 13. Januar 1998

Statistische Grundlagen:

[29] **Bundesamt für Statistik**, Mietpreisstrukturerhebung, Pressemitteilung Nr. 89/1997, Gebäude- und Wohnungserhebung, Bern, 1993 sowie diverse Indizes

[30] **Gebäudeversicherung der Kantons Luzern**, Baukostenindex

[31] **Schweizerischer Baumeisterverband**, Schweizerische Bauwirtschaft in Zahlen, Ausgabe 1996, Zürich, 1996

[32] **Schweizerischer Hauseigentümerverband**, SHEV-Immobilienumfrage 1996-1997

[33] **Schweizerische Nationalbank**, mehrere Jahrgänge

[34] **Schweizerischer Verband für Wohnungswesen (Hrsg.)**, Kostenstatistik der Zürcher Baugenossenschaften 1997, Zürich 1997

[35] **Statistisches Amt des Kantons Zürich**, Baukostenindex

[36] **Statistisches Amt der Stadt Bern**, Baukostenindex

[37] **Statistisches Amt des Kantons Genf**, Baukostenindex

[38] **Zürcher Kantonalbank**, Immobilienpreisindizes

A Anhang

A1 Allgemeine Formulierung des Grundmodells

Zur Analyse der Inflationseffekte bietet sich die Darstellung der im Haupttext beschriebenen Modellvariablen (H, S, W, M, siehe 4.1.) im Verhältnis zum Verkehrswert an. Dies wird durch die Kleinbuchstaben der betrachteten Werte dargestellt (z.Bsp: $s=S/W$).

Der reale (zu Preisen des Periodenbeginns ausgewiesene) Cash Flow schreibt sich:

$$[m * (1 + \pi) - \{r * (1 + \pi) + \pi\} * h] / (1 + \pi) = m - [r + \pi / (1 + \pi)] * h \quad (A1)$$

Mittels einer Division durch $\delta_e * s$ kann dadurch auch der Cash Flow im Verhältnis zur Abschreibung berechnet werden, was in mehreren Beispielen zur Beurteilung der Eigenfinanzierung auch getan wird.

Die gesamte Finanzierungsmöglichkeit am Periodenende sieht real folgendermassen aus:

$$[m * (1 + \pi) - \{r * (1 + \pi) + \pi\} * h + \pi * h] / (1 + \pi) = m - r * h \quad (A2)$$

Aufgrund des Wertanstiegs der Immobilie ist es möglich, die Erneuerungsinvestition mittels Aufnahme von Fremdkapital im Ausmass von $\pi * h$ zu finanzieren. Diese Möglichkeit kompensiert exakt den Anstieg der Zinszahlung. Wiederum wird in den Beispielen zusätzlich eine Division durch $\delta_e * s$ zur Beurteilung der Situation durchgeführt.

Schliesslich lohnt sich noch ein Blick auf die reale Eigenkapitalrendite r_e , die sich aus Gleichung (A3) berechnet:

$$[1 + r_e * (1 + \pi) + \pi] * (1 - h) = m * (1 + \pi) - [r * (1 + \pi) + \pi] * h + (1 - \delta_e * s) * (1 + \pi) - h \quad (A3)$$

$$\Rightarrow \quad r_e = \{[m * (1 + \pi) - [r * (1 + \pi) + \pi] * h + (1 - \delta_e * s) * (1 + \pi) - h] / (1 - h) - (1 + \pi)\} / (1 + \pi) \\ r_e = [m - r * h + (1 - \delta_e * s)] / (1 - h) - 1 \quad (A4)$$

Bei einer Veränderung der Inflationsrate ergeben sich folgende Resultate: Der reale Cash Flow verschlechtert sich bei einem Teuerungsanstieg um

$$h / (1 + \pi)^2 * d\pi \quad (A5)$$

Dadurch verschlechtert sich natürlich auch das Verhältnis des Cash Flows zur Abschreibung. Die Verschlechterung des Cash Flows liegt daran, dass der Anstieg der Zinszahlung auf dem Fremdkapital den teuerungsbedingten Anstieg der Mieten bei weitem übersteigt. Ohne Fremdfinanzierung bleibt dieser Effekt jedoch aus. Dann verändert sich der Cash Flow real überhaupt nicht, da Miet- und Abschreibungsentwicklung im Gleichschritt verlaufen. Betrachtet man jedoch die gesamte Finanzierung, so kompensiert die mögliche Erhöhung des Fremdkapitalanstiegs die Einbussen beim Cash Flow. Die Finanzierung verändert sich real auch bei Teuerung nicht. Schliesslich bleibt noch der Blick auf die reale Rendite: Aufgrund der vollständigen Indexierung der Miete ergibt sich auch hier bei Inflation keine Veränderung.

A2 Ausdehnung der theoretischen Formulierung auf das zürcherische Rechtssystem

Ziel der allgemeinen Formulierung ist die Wegbereitung für Simulationsanalysen, die für die wesentlichen Einflussgrössen eine Gewichtung der Veränderung des ökonomischen Umfelds auf Cash Flow und Rendite gestatten. Insbesondere zur Messung des Effekts steigender Leerstände oder relativer Preisverschiebungen zwischen Immobilien und anderen Gütern sowie einer geänderten Belehnungspraxis der Kreditgeber ist eine solche Formulierung von Bedeutung.

Integration des Steuerrechts in die Cash Flow und Renditeberechnung

Zur korrekten Integration steuerlicher Effekte muss zuerst der steuerbare Ertrag berechnet werden. Als neue Variablen werden dabei die Leerwohnungsquote lq , die Unterhaltskosten in Prozent des Substanzwerts u , die Verwaltungskosten in Prozent des Mietertrags v , der Pauschalabzug in Prozent des Mietertrags p , der steuerliche Abschreibungssatz δ_s , der Rückstellungssatz $rü$, der Liegenschaftensatz t_l , der Kapitalsteuersatz t_k sowie der Grundstückgewinnsteuersatz t_{ggw} eingeführt. Die jeweiligen Steuerwerte werden mit St_l für die Bewertung bei der Liegenschaftssteuer und mit St_k für die Bewertung bei der Kapitalsteuer bezeichnet. Da diese Auflistung vor allem auch dem Vergleich juristischer und natürlicher Personen dient, wird hier auf eine Integration der Teuerungsvariable verzichtet. Die Wertsteigerung bei Immobilien wird allerdings (durch W_1 dargestellt) berücksichtigt⁶⁵.

Tabelle A1: Berechnung des steuerbaren Ertrags

	juristische Personen		natürliche Personen
Nettomietzinseinnahmen	$m \cdot W$		$m \cdot W$
- Leerstands-bedingter Mietausfall	$- lq \cdot m \cdot W$		$- lq \cdot m \cdot W$
- Unterhaltskosten	$- u \cdot S$		
- Verwaltungskosten	$- v \cdot m \cdot W$	Pauschalabzug	$- p \cdot m \cdot W$
- steuerliche Abschreibung	$- \delta_s \cdot S$		
- Rückstellungen	$- rü \cdot W$		
- Zinszahlung	$- i \cdot H$		$- i \cdot H$
- Liegenschaftssteuer	$- t_l \cdot St_l$		
- Kapitalsteuer	$- t_k \cdot (St_k - H)$		
- Grundstückgewinnsteuer ¹	$- t_{ggw} \cdot (W_1 - \delta_e \cdot S - W)$		

¹ nur bei Realisierung, Zürcher Modell

Unter Berücksichtigung des steuerbaren Ertrags lässt sich nun der effektive Cash Flow berechnen. Hierbei steht t_{ej} für die Ertragssteuer der juristischen, t_{en} für die Einkommenssteuer der natürlichen Personen.

Diese allgemeine Formulierung gestattet nun den Vergleich von Cash Flow und Rendite natürlicher und juristischer Personen.⁶⁶

⁶⁵ Die Möglichkeit der Rückstellungen und die in einigen Kantonen erhobene Liegenschaftssteuer wird hier der Vollständigkeit halber erwähnt, findet aber im weiteren keine Beachtung mehr.

⁶⁶ Ausgeklammert blieb hier eine allfällige Emissionsabgabe, die zwar kurzfristig eine nicht unwesentliche Belastung darstellt, bei einer längerfristigen Investition aber immer mehr an Bedeutung verliert.

Tabelle A2: Berechnung von Cash Flow und Ertrag unter Berücksichtigung der Steuern

	juristische Personen		natürliche Personen
+ Nettomietzinseinnahmen	$+ (1-t_{ej}) * m * W$		$+ (1-t_{en}) * m * W$
- Leerstands-bedingter Mietausfall	$- (1-t_{ej}) * (lq * m * W)$		$- (1-t_{en}) * lq * m * W$
- Unterhaltskosten	$- (1-t_{ej}) * u * S$	Pauschale	$+ t_{en} p * m * W$
- Verwaltungskosten	$- (1-t_{ej}) * v * m * W$	effektive Kosten	$- (u * S + v * m * W)$
+ steuerliche Abschreibung	$+ t_{ej} * \delta_s * S$		
- Zinszahlung	$- (1-t_{ej}) * i * H$		$- (1-t_{en}) * i * H$
- Vermögenssteuer ¹	$- (1-t_{ej}) * t_k * (W - \delta_s S - H)$		$- t_v * (St_v - H)$
- effektive Abschreibung	$- \delta_e * S$		$- \delta_e * S$
+ Wertsteigerung	$+ (1-t_{ggw}) * (W_1 - \delta_e * S - W)$ $- t_{ej} \delta_s * S$		$+ (1-t_{ggw}) * (W_1 - \delta_e * S - W)$
- Rückzahlung der Hypothek	$- H$		$- H$

¹ Für juristische Personen wird im folgenden eine Besteuerung nach den Buchwerten angenommen.

Die Cash Flow-Differenz (juristische - natürliche Personen) beträgt:

$$\begin{aligned}
 & - (t_{ej} - t_{en}) * ((1-lq) * m * W - iH) + t_{ej} * (u * S + v * m * W) - t_{en} * (p * m * W) + t_{ej} * \delta_s * S \\
 & - (1-t_{ej}) * t_k * (W - \delta_s S - H) + t_v * (St_v - H)
 \end{aligned} \quad (A6)$$

Aufgrund dieser etwas unübersichtlichen Formel ist zu vermuten, dass juristische Personen insgesamt eine Besserstellung erfahren. Der Einkommenssteuersatz natürlicher Personen dürfte in aller Regel höher liegen als der Ertragssteuersatz juristischer Personen und bezüglich der Kapital- (Vermögenssteuer) stehen die juristischen Personen wohl ebenfalls eher besser da. Ausserdem profitieren sie von den abziehbaren Abschreibungen. Natürliche Personen wären nur dann besser gestellt, wenn der Pauschalabzug die effektiven Unterhalts- und Verwaltungskosten massiv überstiege.

Bezüglich der Rendite fällt auf, dass der Vorteil der abziehbaren Abschreibung dadurch kompensiert wird, dass die wiedereingebrachte Abschreibung beim Verkauf nach dem Ertragssteuersatz besteuert wird. Der steuerliche Vorteil bezüglich der Abschreibung beschränkt sich deshalb auf die Kapitalisierung des höheren Cash Flows bis zum Verkaufszeitpunkt. Aufgrund obiger Berechnungen lässt sich deshalb kaum eine klare Aussage bezüglich Besser- oder Schlechterstellung juristischer oder natürlicher Personen betreffend der realen Rendite machen.

Als Fazit kann folgendes festgestellt werden: Bezüglich Cash Flow darf eine Besserstellung juristischer Personen erwartet werden, bezüglich Rendite bleibt das Resultat unklar. Letztendlich kann die Frage aber nicht allgemein, sondern nur - wie im Haupttext - anhand effektiver Werte beantwortet werden.

Auswirkung des anfänglichen Inflationsniveaus und der Inflationsveränderung auf Rendite und Cash Flow natürlicher Personen

Da natürliche Personen in Bezug auf den Cash Flow in der Regel eher schlechter gestellt sind, werden die Inflationseffekte für diese Investorengruppe etwas detaillierter analysiert. Hierfür muss nun die Mietanpassung nach Mietrecht eingeführt werden. Wie im Haupttext gelangt hier die Hypothese einer ursprünglich genügenden gesetzlichen Bruttorendite zur Anwendung. Diese setzt sich aus dem realen Zinssatz r , der Konsumentenpreisteuerung π_k sowie einem Zuschlag x zusammen. Wiederum gehen wir von einer Anfangsteuerung π_{k0} aus, auf der die ursprünglichen

Berechnungen des Investors basieren. Während der Periode können Mieten aber nach Mietrecht angepasst werden und alle anderen Einflussgrößen verändern sich nach π_{k1} . Der Mietertrag kann nun folgendermassen dargestellt werden:

$$M_1 = [r + (1+r) \cdot \pi_{k0} + x] \cdot W_0 \cdot (1 + 0.4 \cdot \pi_{k1} + 0.02^{67} \cdot [(1+r) \cdot (\pi_{k1} - \pi_{k0})] / 0.0025) \quad (A7)$$

Im Modell wird nun die Möglichkeit unterschiedlicher Teuerungsraten auf Immobilien (π_i), Baukosten (π_b) und Konsumgütern (π_k) gestattet. Die Formulierung wird im folgenden wieder ins Verhältnis zum anfänglichen Verkehrswert W_0 gesetzt. Zuerst soll wiederum der Effekt des Inflationsniveaus bei konstanter Rate betrachtet werden. Das Subskript n für natürliche Personen wird weggelassen.

Tabelle A3: Effekt des Anfangsniveaus der Teuerung auf den Cash Flow

Cash Flow bei konstanter Teuerung	Effekt einer Änderung der Inflationsraten $\pi \cdot 0$
$[(1-t_e) \cdot (1-l_q) + (t_e \cdot p - v)] \cdot (r + (1+r) \cdot \pi_{k0} + x) \cdot (1 + 0.4 \cdot \pi_{k0})$	$[(1-t_e) \cdot (1-l_q) + (t_e \cdot p - v)] \cdot (1 + 0.4 \cdot \pi_{k0}) \cdot (1+r) \cdot d\pi_{k0} + [(1-t_e) \cdot (1-l_q) + (t_e \cdot p - v)] \cdot (r + (1+r) \cdot \pi_{k0} + x) \cdot (0.4 \cdot d\pi_{k0})$
$- u \cdot s \cdot (1 + \pi_{b0})$	$- u \cdot s \cdot d\pi_{b0}$
$- (1-t_e) \cdot (r + (1+r) \cdot \pi_{k0}) \cdot h$	$- (1-t_e) \cdot (1+r) \cdot d\pi_{k0} \cdot h$
$- t_v \cdot (st_v \cdot (1 + \pi_{stv}) - h)$	$- t_v \cdot (st_v \cdot d\pi_{stv0})$

Durch die Abhängigkeit der zulässigen Anfangsrendite vom nominalen Zinsniveau ergibt sich nun ein interessanter Effekt: Auf einem höheren Teuerungsniveau ergibt sich relativ zur Abschreibung ($\delta_e \cdot s \cdot d\pi_{b0}$) ein verbesserter Cash Flow, da die Bruttorendite vom Teuerungsniveau abhängt, während die Abschreibung sowie alle weiteren Terme linear zur Teuerung verlaufen.

Tabelle A4: Effekt einer Änderung der Inflationsrate auf den Cash Flow

Cash Flow bei $\pi \cdot 1 <> \pi \cdot 0$	Effekt einer Änderung der Inflationsraten $\pi \cdot 1$
$[(1-t_e) \cdot (1-l_q) + (t_e \cdot p - v)] \cdot (r + (1+r) \cdot \pi_{k0} + x) \cdot [1 + 0.4 \cdot (\pi_{k0} + (\pi_{k1} - \pi_{k0})) + 0.02 \cdot (1+r) \cdot (\pi_{k1} - \pi_{k0}) / 0.0025]$	$[(1-t_e) \cdot (1-l_q) + (t_e \cdot p - v)] \cdot (r + (1+r) \cdot \pi_{k0} + x) \cdot (0.4 \cdot d\pi_{k1} + 0.02 \cdot (1+r) \cdot d\pi_{k1} / 0.0025)$
$- u \cdot s \cdot (1 + (\pi_{b0} + (\pi_{b1} - \pi_{b0})))$	$- u \cdot s \cdot d\pi_{b1}$
$- (1-t_e) \cdot (r + (1+r) \cdot (\pi_{k0} + (\pi_{k1} - \pi_{k0}))) \cdot h$	$- (1-t_e) \cdot (1+r) \cdot d\pi_{k1} \cdot h$
$- t_v \cdot [st_v \cdot (1 + \pi_{stv0} + (\pi_{stv1} - \pi_{stv0})) - h]$	$- t_v \cdot (st_v \cdot d\pi_{stv1})$

Eine unveränderte Finanzierung der Abschreibungen wird bei einer Veränderung der Inflationsrate dann erreicht, wenn die Veränderung zumindest $\delta_e \cdot s \cdot d\pi_{b1}$ beträgt. Der Inflationseffekt ist nun je nach Ausgangsbasis deutlich verschieden. Je höher die anfängliche Teuerung, desto weniger wirkt sich der Inflationsanstieg auf den Cash Flow aus, da die Erhöhung der Zinszahlung wiederum linear erfolgt, während die Mietsteigerung vom ursprünglichen Niveau abhängig ist. Das Ausmass dieses Effekts ist selbstverständlich belehnungsabhängig, da das Mietrecht auf eine Fremdfinanzierung von 60% angelegt ist. Liegt die Fremdfinanzierung höher, so dürfte bei sehr tiefer Anfangsteuerung der Anstieg der Teuerung eine Verschlechterung des Cash Flows bewirken, bei sehr hoher Teuerung kann sich der Cash Flow aber durchaus auch verbessern. Die umgekehrten Effekte machen sich bei einem Rückgang der Teuerung bemerkbar. Dieses Resultat ist selbstverständlich belehnungsabhängig.

Finanzierungseffekt

⁶⁷ Die Erhöhung von 2% bei einem Anstieg des Hypothekarzinsatzes von 0.25% gilt in Wirklichkeit natürlich nur bei einem Satz über 6%.

Bei konstanter Belehnung ergibt sich durch die Teuerung die Möglichkeit der zusätzlichen Fremdfinanzierung, wobei die Abschreibung nicht berücksichtigt wird, da diese ja finanziert werden soll. Die zusätzlich mögliche Fremdfinanzierung beträgt deshalb $h \cdot \pi_i$. Bei einer Veränderung der Teuerungsrate ergibt sich also $h \cdot d\pi_i$. Dies kompensiert die erhöhte Zinszahlung bei einem Teuerungsanstieg, weshalb sich in diesem Falle kaum je Probleme bei der Finanzierung ergeben sollten. Bei einem Rückgang der Teuerung könnten ausgehend von einer hohen Anfangsteuerung jedoch Probleme entstehen.

Rendite-Effekt

Schliesslich soll der Vollständigkeit halber noch der Effekt auf die reale Rendite erläutert werden. Hierzu müssen zum Cash Flow noch folgende Terme hinzugerechnet werden:

Tabelle A5: Effekt des Anfangsniveaus der Teuerung auf den Cash Flow

Kapitalrendite bei konstanter Teuerung	Effekt einer Änderung der Inflationsrate π_0
$+(1-t_{ggw}) \cdot \pi_{i0} - \delta_e \cdot s \cdot (1 + \pi_{b0})$	$+(1-t_{ggw}) \cdot d\pi_i - \delta_e \cdot s \cdot d\pi_b$
-h	

Der gesamte Effekt auf die reale Rendite ist belehnungsabhängig:

$$(1+r_e + (1+r_e) \cdot \pi_k) \cdot (1-h) = [(Cash\ Flow / W_0 + Kapitalgewinn / W_0 - h)] \quad (A8)$$

Differenziert man die linke Seite der Gleichung, so ergibt sich:

$$[(1 + \pi_k) \cdot dr_e + (1+r_e) \cdot d\pi_k] \cdot (1-h) = [d\ Cash\ Flow / W_0 + d\ Kapitalgewinn / W_0] \quad (A9)$$

Werden die wichtigsten Terme obiger Berechnung zusammengefasst, ergibt sich folgender Effekt einer unterschiedlichen Anfangsteuerung auf die reale Rendite:

$$\{[(2 - t_e - v - h - t_{ggw}) / (1-h) - (1+r_e)] \cdot d\pi_0\} / (1 + \pi_k) \quad (A10)$$

Die reale Rendite steigt also mit höherer konstanter Teuerungsrate in aller Regel an und dies umsomehr, je höher der Anteil an Fremdkapital ist. Ebenso von Interesse ist der Effekt einer Veränderung der Inflationsrate. Im Modell müssen zum Cash Flow wiederum zwei Terme dazuaddiert werden.

Tabelle A6: Effekt einer Änderung der Inflationsrate auf den Kapitalgewinn

Rendite bei $\pi_{k1} <> \pi_{k0}$	Effekt einer Änderung der Inflationsrate
$(1-t_{ggw}) \cdot (\pi_{i0} + (\pi_{i1} - \pi_{i0}) - \delta_e \cdot s \cdot (1 + \pi_{b0} + (\pi_{b1} - \pi_{b0})))$	$(1-t_{ggw}) \cdot d\pi_{i1} - \delta_e \cdot s \cdot d\pi_{b1}$
-h	

Berücksichtigt man wiederum nur die wichtigsten Terme, so ergibt sich folgender Effekt:

$$[(1-t_e - v)] \cdot (r + \pi_{k0} + x) \cdot (8.4 - t_{ggw}) / (1-h) - (1+r_e) \cdot d\pi_0 / (1 + \pi_k) \quad (A11)$$

Auch hier dürfte der Effekt in aller Regel positiv ausfallen, allerdings ist das Resultat bei tiefer Anfangsteuerung oder bei tiefer Belehnung weniger deutlich.