

Vielfältige Renditekennzahlen

Welche Renditekennwerte werden heute bei Investitionsentscheidungen verwendet, und wie sind die Mindestexpectationen an sie? Die Schätzungsexperten-Kammer SEK/SVIT hat Fachleute nach Ihrer Meinung befragt.

DAVID HERSBERGER*

UNTERSCHIEDLICHE RENDITEBEGRIFFE. Die Renditeerwartungen an Anlageimmobilien durch die möglichen Käufer haben einen grossen Einfluss auf den Marktwert. Die Praktikerformel (Anfangsrendite = Mietwert / Marktwert) ermöglicht bei der Beurteilung von Immobilieninvestments nur eine sehr begrenzte Aussage. Deshalb werden von den Immobilienprofessionals heute verfeinerte Kennwertmethoden eingesetzt, die grösstenteils einen finanzwirtschaftlichen Hintergrund haben.

Oft verwendete Begriffe im Zusammenhang mit Immobilien sind Brutto- und Nettoendite, Netto-Cashflow-Rendite, Anfangsrendite, Wertänderungsrendite, Gesamtrendite, Return on Investment (ROI), Interner Zinsfuss (IRR, Internal Rate of Return) und weitere Renditebegriffe. Die Anwendung von Kennwerten hat besonders dann eine bedeutende Aussagekraft, wenn zuverlässige Vergleichsdaten zur Verfügung stehen und die Renditeberechnungen einheitlich erfolgen. Bisher stehen in der Schweiz nur sehr eingeschränkte Immobilientransaktionsdaten und ausgewertete Renditekennwerte als aussagekräftige Vergleichszahlen zur Verfügung. Die Antworten der Interviewteilnehmer zeigen auf, welche Renditekennwerte heute in der Schweiz von institutionellen Anlegern bevorzugt verwendet werden.

Dieser Artikel erscheint als Beitrag in einer Reihe von Interviews, in denen Experten zu aktuellen Themen Stellung nehmen.

ANZEIGE

Schädlings- bekämpfung

**Probleme mit Ungeziefer,
Tauben, Marder?
Wir befreien Sie davon!**



R

RATEX AG

**Servicestellen: Zürich, Basel, Bern,
Ostschweiz, Innerschweiz**
 Austrasse 38 8045 Zürich
 www.ratex.ch info@ratex.ch

**SCHNELL. DISKRET. GARANTIERT.
24H-PIKETT: 044 241 33 33**



David Erny, welche Renditekennwerte bevorzugen Sie bei der Erstbeurteilung von Immobilien – und weshalb?

Bei der Erstbeurteilung von Immobilien ist der IRR der entscheidende Kennwert. Zusätzlich kann die Nettoendite über mehrere Jahre betrachtet Aufschlüsse bringen, wenn diese auf realistischen Cashflow-Prognosen aufbaut.

Welche Renditekennwerte verwenden Sie u.a. bei einer umfassenden Prüfung (Due Diligence) von einem Immobilienangebot?

Bei einer umfassenden Prüfung werden Renditekennzahlen, wie IRR und Nettoendite, nicht nur berechnet, sondern auch im Bezug auf die mit der Investition in die Liegenschaft einhergehenden Risiken adjustiert. Ferner werden Analysen von Erträgen und Aufwänden im Vergleich zu Erfahrungswerten, Portfolio- und Benchmarkzahlen angestellt.

Wie beurteilen Sie dabei die Aussagekraft der Renditekennzahl ROI?

Diese Kennzahl kann ergänzend in Betracht gezogen werden. Die Aussagekraft ist jedoch beschränkt, da die zukünftigen Entwicklungen des Cashflows und das Risiko der Investition ausser Acht gelassen werden.

Bestimmen Sie dabei auch eine Gesamtrendite (Cashflow- und Wertänderungsrendite), und wie prognostizieren Sie die zukünftigen Werte?

Bei der Erstbeurteilung von Immobilien ist der IRR der entscheidende Kennwert.»

DAVID ERNY, BASLER VERSICHERUNG, BASEL

Nein. Eine Betrachtung und Simulation der Gesamtrendite über mehrere Jahre erhöht die Komplexität, ohne einen wirklichen Mehrnutzen zu bringen. Letzten Endes sind Wertveränderungen immer Cashflow getrieben. Das bedeutet, dass Renditekennzahlen genauso aussagekräftig sind wie Performancekennzahlen, wenn sie auf realistisch eingeschätzten Cashflow-Entwicklungen beruhen.

Welche Erwartungen haben Sie bei Kaufobjekten (jeweils für Wohnbauten und Geschäftsbauten) an die Mindestrendite?

Als Richtwert für die erwartete Nettoendite unter Berücksichtigung der immobilien-spezifischen Risiken, wie Lage, Zustand und Bauqualität, gilt der Bereich zwischen 4,7 und 5% für Wohnbauten und zwischen 5,0 und 5,25% für Geschäftsbauten. Bei Liegenschaften mit sehr gutem Risikoprofil sind auch Renditen leicht darunter prüfenswert.

Hat eine «erhöhte nachhaltige Bauweise» (z.B. Minergie-P) einen Einfluss auf Ihre Renditeerwartung und in welchem Umfang?

Ja. Kurzfristig dürften die Mehrkosten zu etwas tieferen Renditen führen. Dieses Risiko nimmt die Baloise aber bewusst in Kauf, da sie Wert auf Lebenszyklus- und Nachhaltigkeitsbetrachtung legt. Sie ist auch überzeugt, damit langfristig und risikogewichtet einen Mehrwert zu schaffen.



» **Unsere Anlagestrategie ermöglicht uns in neue Technologien zu investieren.»**

NORBERT METZGER, SUVA, LUZERN

„Norbert Metzger, welche Renditekennwerte bevorzugen Sie bei der Erstbeurteilung von Immobilien – und weshalb?“

„Unsere Portfoliomanager rechnen vom erwarteten Ertrag mit Benchmarkkennzahlen zurück auf die approximative langfristige Nettorendite. Diese vergle-

chen sie mit unseren strategischen Zielrenditen und entscheiden dann über eine vertiefte Prüfung des Objektes.

„Welche Renditekennwerte verwenden Sie u.a. bei einer umfassenden Prüfung (Due Diligence) von einem Immobilienangebot?“

„Bei dieser wird von uns primär die langfristige (100% eigenkapitalbasierte) Nettorendite berechnet. Die klassischen Brutto- und Nettorenditen werden als Indikatoren auch ausgewiesen. In dieser Prüfung kommt insbesondere der Mietwertbeurteilung des externen Bewerthers eine entscheidende Bedeutung zu. Diese langfristige risikogewichtete Nettorenditeerwartung ist für uns die wichtigste Kennzahl und muss unseren strategischen Anlagerichtlinien entsprechen. Sie definiert nebst dem extern ermittel-

ANZEIGE

Die Baumesse. Wo man schaut, bevor man baut.



Quelle: marty häuser ©


modernisieren
bauen

1. – 4.9.2011

Do – So 10 – 18

Messe Zürich

www.bauen-modernisieren.ch

Patronat

HEV Schweiz

Halle 9
**EIGENHEIM
MESSE
SCHWEIZ**

www.eigenheim-schweiz.ch

ten Marktwert sodann unseren Investment Value.

Bestimmen Sie dabei auch eine Gesamtrendite (Cashflow- und Wertänderungstrendite), und wie prognostizieren Sie die zukünftigen Werte?

Die Gesamtrendite berechnen wir jährlich detailliert bis auf Stufe Einzelliegenschaft. Dazu werden alle unsere Immobilien einmal im Jahr nach der Discounted-Cashflow-Methode durch verschiedene externe Experten bewertet. Wir haben verschiedene risikoadjustierte Teilportfolios. Diese sehen je nach Nutzung und Objektqualität sowie

Makro- und Mikrolage unterschiedliche, langfristige Renditeerwartungen vor. Entsprechend dieser Risikobeurteilung korrelieren auch die erwarteten Wertänderungstrenditen. Ein weiterer Indikator zur möglichen Wertänderung gibt uns der Economic Sustainability Indicator, welcher verschiedene Nachhaltigkeitsparameter beurteilt.

Welche Erwartungen haben Sie bei Kaufobjekten (jeweils für Wohnbauten und Geschäftsbauten) an die Mindestrendite?

Die angestrebten langfristigen Nettoerrenditen bewegen sich bei Wohnbau-

ten, je nach Teilportfolio, real zwischen 3,8% und 4,8%. Bei kommerziellen Liegenschaften liegen diese Werte risikobedingt höher bei 4,2% bis 5,3%.

Hat eine «erhöhte nachhaltige Bauweise» (z.B. Minergie-P) einen Einfluss auf Ihre Renditeerwartung und in welchem Umfang?

Unsere Anlagestrategie ermöglicht es uns, in neueste (auch noch nicht rentabilisierbare) Technologien zu investieren. Dies kann bis 20 Basispunkte ausmachen. Hier hilft uns ebenfalls der ESI-Wert.



» Für die Erstbeurteilung von Immobilieninvestments bevorzuge ich die klassischen statischen Kennwerte.«

CLAUDIO RUDOLF, FRICS, CREDIT SUISSE AG, ZÜRICH

Claudio Rudolf, welche Renditekennwerte bevorzugen Sie bei der Erstbeurteilung von Immobilien – und weshalb?

Für die Erstbeurteilung von Immobilieninvestments bevorzuge ich die klassischen statischen Kennwerte Brutto- und Nettoanfangsrendite. Dies ermöglicht eine kurze «knackige» Analyse mit begrenztem Aufwand, um einen Go/No-go-Entscheid für die nachfolgende (zeitlich und finanziell aufwendige) Due Diligence zu erwirken. Voraussetzung ist natürlich, dass die Eckdaten verlässlich und transparent sind (z.B. aktueller Mieterspiegel).

Welche Renditekennwerte verwenden Sie u.a. bei einer umfassenden Prüfung (Due Diligence) von einem Immobilienangebot?

Bei einer Due Diligence stehen neben den statischen die dynamischen Kenn-

zahlen im Vordergrund. Dabei ist in der DCF-Kalkulation der angewandte Diskontsatz die wichtigste Kennzahl. Real oder nominal ist dann die Frage, persönlich bevorzuge ich die nominalen Werte, da diese den effektiven Cashflows am nächsten kommen. Unerlässlich ist neben dem synthetisch hergeleiteten Diskontsatz (risk free plus Zuschläge) die Plausibilisierung wiederum über die Anfangsrendite – denn nur die lässt sich über «Comparables» abgeschlossener Transaktionen verifizieren. Im Weiteren ist auch die über zehn Jahre dargestellte Entwicklung von Brutto-, Netto- und Cashflow-Rendite eines Investments sehr aufschlussreich.

Wie beurteilen Sie dabei die Aussagekraft der Renditekennzahl ROI?

Der ROI wird bei uns im Sinne der Rendite auf die Gesamtanlagekosten (Preis plus allfällige Sanierungen plus Transaktionsnebenkosten wie Handänderung, interne Kosten usw.) verwendet. Allerdings nicht im klassischen Sinne als Gegenbegriff zu ROE (Return on Equity), da die meisten Fonds sehr konservativ fremdfinanziert sind und der Leverage-

Effekt dadurch bescheiden ist. Bei Aktiengesellschaften mit 60% oder mehr Fremdkapitalanteil hingegen kann die ROE-Betrachtung wichtig für einen Investment-Entscheid werden, da die Eigenkapitalrendite bei der heutigen Tiefzins-Situation die Gesamtkapitalrendite markant übersteigen kann.

Bestimmen Sie dabei auch eine Gesamtrendite (Cashflow- und Wertänderungstrendite), und wie prognostizieren Sie die zukünftigen Werte?

Nein. Die Gesamtrendite eines Investments kann immer nur ex post, also im Nachhinein bestimmt werden. Die Wertveränderung kann erst nach erfolgtem Verkauf definiert und kalkuliert werden. Diese ist natürlich von der Strategie des investierenden Gefässes abhängig und steht bei der klassischen Buy-and-Hold-Strategie der nachhaltigen Immobilienfonds nicht an erster Stelle, da die Ausschüttung im Vordergrund steht.

Ganz anders sieht dies im Entwicklungs- bzw. Traderbusiness aus, welches praktisch ausschliesslich auf der zu erzielenden Verkaufsmarge (z.B. im STWE-Bereich) basiert. Anstelle der

Cashflow-Komponente wird dort die maximale Wertänderungsrendite angestrebt (mögliche Darstellung als IRR).

Welche Erwartungen haben Sie bei Kaufobjekten (jeweils für Wohnbauten und Geschäftsbauten) an die Mindestrendite?

„Eine schwierige Frage und so eigentlich nicht zu beantworten. Denn auf der einen Seite sind die Renditeerwartungen der Anleger, auf der anderen Seite sind die Marktgegebenheiten, die sich heute in Zeiten laufender «Yield Compression» – zumindest in der Schweiz – immer mehr widersprechen.“

Die Frage ist viel mehr, wie sehr man bereit ist, von den langjährigen Durchschnittswerten der «berühmten» 6% Brutto- bzw. 5% Nettorendite abzuwei-

chen, um überhaupt noch investieren zu können. Dies kann bei hervorragenden, attraktiven, grossen, gut gelegenen Geschäftsimmobilien mit Top-Mietern im Bereich von 4 bis 4,5% Nettoanfangsrendite sein (abhängig vom Marktpotenzial usw.).

Durchschnittliche Bestandes-Wohnbauten oder auch Projekte sollten aber sicherlich im Bereich vom 4.5 bis 5% liegen, an peripheren Standorten sogar höher. Denn ich bin überzeugt, dass der momentane Boom und Run privater und institutioneller Investoren auf das Segment Residential - u.a. bedingt durch Zuwanderung und tiefe Zinsen - sehr schnell gestoppt werden kann, sollten sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ändern.

Hat eine «erhöhte nachhaltige Bauweise» (z.B. Minergie-P) einen Einfluss auf Ihre Renditeerwartung und in welchem Umfang?

„Gute Qualität ist teuer – das ist nicht nur in der Bauindustrie so. Im Sinne einer geringfügig tieferen Anfangsrendite sind wir bereit, Konzessionen für nachhaltig erstellte Gebäude nach dem Greenproperty, dem ersten Gütesiegel für nachhaltige Immobilien zu machen. Allerdings zeigen Studien, dass Mieter grundsätzlich bereit sind, höhere Mieten zu bezahlen. Dies ermöglicht wiederum dem Investor, allfällige Mehrkosten zu kompensieren. Dazu kommt, dass nicht nachhaltig erstellte Flächen langfristig nicht mehr marktfähig sein werden – und sich daher die Frage gar nicht stellt, ob man nachhaltig bauen soll oder nicht.“

ANZEIGE



Sparen beim Verheizen

Kanton Zürich fördert Wärmemessung

Jetzt von attraktiven Förderprämien profitieren

Der Kanton Zürich unterstützt die Einrichtung der verbrauchsabhängigen Heizkostenabrechnung (VHKA) in bestehenden Mehrfamilienhäusern. Profitieren Sie jetzt von den attraktiven Förderprämien und sparen Sie ca. 1/3 der Investitionskosten für die Messgeräte.

NeoVac ATA bietet den Komplettservice für die gerechte Abrechnung der Wärme- und Wasserkosten. Weitere Informationen erhalten Sie unter **0800 80 76 76**, www.neovac.ch oder der Webseite des Kantons Zürich.

Oberriet • Bulle • Crissier • Dübendorf • Inwil • Muri BE • Porza • Pratteln • Ruggell/FL

IHR PARTNER
FÜR GEBÄUDE- UND
UMWELTTECHNIK **NeoVac**



» Ausschlaggebend ist ein adäquater Aufschlag für das Immobilienrisiko auf das risikolose Alternativinvestment.«

DR. JAN LINSIN, CB RICHARD ELLIS GMBH, HEAD OF RESEARCH GERMANY, FRANKFURT

„Jan Linsin, welche Renditekennwerte bevorzugen Sie bei der Erstbeurteilung von Immobilien – und weshalb?“

„Für eine Ersteinschätzung verwenden wir im Wesentlichen die Nettoanfangsrendite (Net Initial Yield, NIY) als Verhältnis von jährlichen Nettomieteinnahmen (Miete abzüglich der nicht umlagefähigen Kosten) zur Gesamtinvestition (Kaufpreis plus Erwerbsnebenkosten), sofern die relevanten Einflussfaktoren zur Bereinigung von Zähler und Nenner vorliegen. Daneben rekurren wir aus Berater- wie Bewerter-sicht auf die Bruttorendite (Gross Yield), sofern nicht alle Informationen hinsichtlich der nicht umlagefähigen Kosten und/oder der Erwerbsnebenkosten (z.B. Notarkosten, Courtage) vorliegen und von (teilweise subjektiven) Annahmen hierüber abstrahiert werden sollen.“

„Welche Renditekennwerte verwenden Sie u.a. bei einer umfassenden Prüfung (Due Dilligence) von einem Immobilienangebot?“

„Neben der Nettoanfangsrendite, der Bruttorendite und der IRR werden im DCF-Modell zusätzlich noch die Running NIY über den Prognosezeitraum analysiert, um eventuelle Cashflow-Einbrüche zu erkennen. Zunehmend an Bedeutung gewinnt – nicht nur bei Investment in Shoppingcenter – die NOI Yield.“

„Wie beurteilen Sie dabei die Aussagekraft der Renditekennzahl ROI?“

„Den ROI bilden wir in unseren Analysen nicht ab.“

„Bestimmen Sie dabei auch eine Gesamrendite (Cashflow- und Wertänderungsrendite) und wie prognostizieren Sie die zukünftigen Werte?“

„Eher weniger. Eine Total-Return-Analyse ist ja eher eine Business-Case-Betrachtung über einen definierten Zeitraum, z.B. durch das Portfolio Management klassischer institutioneller Investoren bzw. Bestandhalter, wie offene oder geschlossene Immobilienfonds, Versicherungsunternehmen oder Pensionskassen mit klarem Fokus auf eine Buy-and-hold-Strategie.“

Wir bewerten stichtagsbezogen und prognostizieren künftige Werte im DCF über Annahmen hinsichtlich der Inflationsrate, Ausbaukosten, Leerstandszeiten, Marktmieten und des Diskontierungssatzes.“

„Welche Erwartungen haben Sie bei Kaufobjekten (jeweils für Wohnbauten und Geschäftsbauten) an die Mindestrendite?“

„Die jeweilige Mindestrendite hängt vollständig von der Asset-/Risikoklasse, der Objekt- und Lagequalität und der Mieterbonität sowie der Mietvertragskonditionen ab. Ausschlaggebend ist ein adäquater Aufschlag für das Immobilienrisiko auf das risikolose Alternativinvestment.“

„Hat eine «erhöhte nachhaltige Bauweise» (z.B. mit Minergie-P) einen Einfluss auf Ihre Renditeerwartung und in welchem Umfang?“

„Auch hier hängt die Rendite von dem Investorentyp (Core vs. opportunistisch), dem Risikoprofil, der Objektart und Lagequalität usw. ab. Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass Nachhaltigkeit im Sinne von Green Building ein immer wichtigeres Thema wird. Gerade auch auf Nutzerseite und im Hinblick auf die «nachhaltige» Mietergewinnung und im Hinblick auf das Halten der Mieter im Objekt, mit entsprechend positiven Auswirkungen auf die nachhaltige Vermietbarkeit. Wir würden das bei den Vermietungszeiträumen und Leerstandszeiten abbilden. Bei gleichem IRR hat das dann auch Auswirkungen auf den Kaufpreis und somit auf die Rendite.“

Zusätzlich ist dabei auch noch ein positiver Einfluss auf die erzielbare Nettokaltmiete zu erwarten, da die vom Mieter zu tragenden Nebenkosten bei allen Objektarten tendenziell eher niedriger liegen sollten, was zu höheren durchsetzbaren Nettokaltmieten führen könnte.“

FAZIT. Die facettenreichen Antworten der interviewten Personen geben uns Ein-

ANZEIGE

EINZAHLUNGSSCHEINE.CH
Einzahlungsscheine für Mietzinsinkasso

blick anhand welcher Renditekennwerte heute institutionelle Anleger in der Schweiz und Deutschland das Asset Real Estate analysieren. Aufgrund des Artikelumfangs können bei den teilweise offen formulierten Fragen die Interviewteilnehmer nur auf einzelne Aspekte eines sehr breiten Themas eingehen.

Die Interviewteilnehmer verwenden bei der Erstbeurteilung von Immobilieninvestments neben einfachen Kennwerten (wie Nettoanfangs- oder Nettodurchschnittsrendite) auch aufwändigere Rechnungsverfahren (wie IRR).

Bei der eingehenderen Prüfung von Immobilien (Due Dilligence) werden hingegen weitere Renditekennwerte und Risiken untersucht. Bei den Befragten ste-

hen als langfristige orientierte Anleger mit einer Buy-and-hold-Strategie die langfristigen, risikogewichtete Nettoerwartungen im Vordergrund.

Der Renditebegriff ROI (Return on Investment) findet bei den Befragten teilweise Anwendung.

Die Ermittlung einer Gesamtrendite aus einer Cashflow- und Wertänderungsrendite spielt bei den Interviewpersonen als langfristig orientierte Anleger zum Kaufzeitpunkt eine untergeordnete Rolle.

Die Renditeerwartungen an Kaufobjekte hängen stark von der Asset-Risikoklasse und der Objekt- und Lagequalität ab. Die Renditeerwartungen liegen bei den Interviewteilnehmern aus der Schweiz zwischen 3,8 und 5,3%.

Eine erhöhte nachhaltige Bauweise unterstützen grundsätzlich alle Teilnehmer bei Objekten, auf die höheren Baukosten langfristig an die Mieter weitergegeben werden können. ●



***DR. DAVID HERSBERGER**

Der Autor ist Präsident der SEK/SVIT sowie VR-Präsident der Swiss Valuation Group AG, eine gesamtschweizerisch tätige Bewertungsgesellschaft für Immobilien.

ANZEIGE

Alles unter Dach und Fach.

**Master of Advanced Studies (MAS)
Real Estate Management**

Informationsabend
Mittwoch, 31. August 2011, 18.00 Uhr

Karrierebegleitend studieren: fh-hwz.ch

HWZ | Hochschule für
Wirtschaft Zürich