

# Rendite richtig beurteilen

In der Praxis sind verschiedene Rendite-Kennzahlen für Immobilien verbreitet. Doch aus Nachhaltigkeitssicht sind für eine Investitionsentscheidung neben Rendite- auch Risiko-Kennzahlen entscheidend. Aber wie kann das Risiko bei Immobilien-Direktanlagen gemessen werden?



**CHRISTIAN BÄCHINGER & DR. RUDOLF MARTY\***

**ANFORDERUNGEN AN KENNZAHLEN FÜR IMMOBILIEN AUS NACHHALTIGKEITSSICHT.** Eine Immobilie ist aus Investitionssicht nachhaltig, wenn sie den wirtschaftlichen Nutzen für den Investierenden langfristig maximiert und dabei möglichst viele positive und möglichst wenige negative soziale und ökologische Auswirkungen hat. Neben der Rendite ist dabei auch das Risiko zu berücksichtigen. Aus dieser Definition einer nachhaltigen Immobilie können folgende Anforderungen an finanzielle Kennzahlen abgeleitet werden.

Die Kennzahlen sollten die Langfristigkeit von Immobilien berücksichtigen, das heisst, sämtliche von einer Immobilie ausgelösten Zahlungsströme während der gesamten Anlagedauer erfassen. In einer nachhaltigen Investitionssicht ist das Risiko zu berücksichtigen, insbesondere negative Abweichungen des Immobilienwertes. Neben der langfristigen finanziellen Performance sollten auch Aspekte in Bezug auf Umwelt und Gesellschaft beurteilt werden. Die Kennzahlen sollten bei mehreren sich gegenseitig ausschliessenden Immobilien-Investitionsprojekten zu einer eindeutigen Beurteilung ihrer relativen Rentabilität kommen. Schliesslich sollen die Rendite- und Risiko-Kennzahlen keinen unverhältnismässigen Aufwand (im Verhältnis zum Nutzen) hinsichtlich der Datenbereitstellung und der Berechnung verursachen. Selbstverständlich sollte das Ergebnis zudem einfach und verständlich sein.

**STATISCHE RENDITE-KENNZAHLEN.** Statische Kennzahlen wie Brutto- bzw. Netto-Rendite, Pay-off Periode sowie Gesamt- bzw. Cashflow-Rendite können die Rentabilität einer Immobilie nur unter restriktiven Annahmen, das heisst bei konstant wachsenden Zahlungsströmen während der Anlagedauer wiedergeben. Sich im Zeitablauf ändernde Zahlungsströme wie beispielsweise durch Renovationsarbeiten führen bei Brutto- bzw. Nettorenditen zu einer

**» Für die Rendite-Kennzahl eignen sich die Gesamt-Rendite, die Cashflow-Rendite oder der Netto-Barwert mit sicheren Zahlungen.«**

erschweren Interpretierbarkeit. Bei der Gesamt- bzw. Cashflow-Rendite hängt die Aussagekraft wesentlich von der Güte der Schätzung des Marktwertes ab.

**DYNAMISCHE RENDITE-KENNZAHLEN MIT SICHEREN ZAHLUNGEN.** Bei der Methode des internen Zinssatzes ist die Eindeutigkeit bzw. Existenz einer Lösung für den internen Zinssatz nicht garantiert. Dynamische Rendite-Kennzahlen mit sicheren Zahlungen tragen zwar der Langfristigkeit von Immobilien-Anlagen Rechnung, berücksichtigen das Risiko jedoch nicht explizit. Zudem ist die Vergleichbarkeit dieser Kennzahlen nicht gegeben.

**DYNAMISCHE RENDITE-KENNZAHLEN MIT UNSICHEREN ZAHLUNGEN.** Neuere, in der Literatur vorgeschlagene Ansätze, modellieren die Unsicherheit, die von externen werttreibenden Faktoren wie Inflation oder Diskontierungssatz auf die Cashflows ausgeht, indem deren statistische Verteilung berücksichtigt wird. Auf diese Weise ist es möglich, für die Immobilie eine empirische Häufigkeitsverteilung der simulierten Barwerte zu generieren.

Diese kann genutzt werden, um das Risiko zu bestimmen. Die Verwendung von Netto-Barwerten mit unsicheren Zahlungen hat verschiedene Vorteile wie die Beachtung der Langfristigkeit und der expliziten Berücksichtigung des asymmetrischen Risikos. Dagegen ist der vergleichsweise hohe Aufwand zur Ermittlung dieser Rendite-Kennzahl ein Nachteil.

**BEURTEILUNG DER RISIKO-KENNZAHLEN.** Basierend auf der empirischen Häufigkeitsverteilung der simulierten Barwerte (siehe oben) können verschiedene Risiko-Kennzahlen ermittelt werden, welche das systematische Risiko explizit berücksichtigen. Dazu gehören Value-at-Risk oder Expected Shortfall. Eine praxistaugliche Methode, die das unsystematische Risiko erfasst, sind Scoring-Modelle. Beim Economic Sustainability Indicator (ESI-Indikator) handelt es

sich um ein Scoring-Modell zur Erfassung des unsystematischen Nachhaltigkeitsrisikos von Immobilien (siehe Kasten).

**EMPFEHLUNGEN.** Da keine der verbreiteten statischen Rendite-Kennzahlen das Risiko explizit berücksichtigt, und die dynamischen Rendite-Kennzahlen, welche das Risiko zwar explizit berücksichtigen, aber einen grossen Aufwand verursachen, wird die Kombination einer Rendite- mit einer einfach zu ermittelnden Risikokennzahl empfohlen. Für die Rendite-Kennzahl eignen sich die Gesamt-Rendite, die Cashflow-Rendite oder der Netto-Barwert mit sicheren Zahlungen. Für die Erfassung des unsystematischen Risikos bieten sich Scoring-Modelle an, weil diese langfristige Entwicklungen abdecken, das asymmetrische Risiko explizit beurteilen, ver-

gleichbar sind und der Aufwand für die Ermittlung dieser Kennzahlen eher gering ist. Zudem werden Umwelt- und Gesellschaftsaspekte berücksichtigt.

Auf Portfolio-Ebene ist eine Beurteilung des systematischen Risikos sinnvoll und praktikabel, beispielsweise durch Sensitivitätsanalysen oder mit Hilfe des Netto-Barwertes mit Szenarien oder stochastischen Simulationen.



**\*CHRISTIAN BÄCHINGER**  
Der Autor leitet den Forschungsbereich Immobilien am Center for Corporate Responsibility and Sustainability an der Universität Zürich.



**\*DR. RUDOLF MARTY**  
Der Autor ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Center for Corporate Responsibility and Sustainability an der Universität Zürich.

**ECONOMIC SUSTAINABILITY INDICATOR (ESI)**

Beim Economic Sustainability Indicator ESI handelt es sich um ein Scoring-Modell zur Erfassung des (unsystematischen) Nachhaltigkeitsrisikos von Immobilien. Die Gewichtung beruht methodisch auf einer dynamischen Modellierung von Barwerten unter Berücksichtigung von unsicheren Zahlungsströmen. Ausgangslage ist die Annahme, dass sich nachhaltige Immobilien u.a. dadurch auszeichnen, dass sie besser in der Lage sind, mit den Folgen langfristiger Entwicklungen umzugehen. Sie haben damit im Vergleich zu anderen Immobilien ein tieferes Risiko, aufgrund von Entwicklungen wie dem Klimawandel, demografischem Wandel oder steigenden Energiepreisen an Wert zu verlieren bzw. eine höhere Chance, an Wert zu gewinnen.

Weitere Informationen:

- www.esiweb.ch
- Meins, E. und Burkhard H.-P. (2014). Nachhaltigkeit und Risiken bei Immobilieninvestitionen. Zürich: NZZ Libro.
- Marty, R. & Meins, E. (2015). Rendite- und Risikokennzahlen für Immobilien aus Nachhaltigkeitssicht. Zürich: CCRS.
- http://www.ccrs.uzh.ch – Aktuelles

## Ein Anschluss für alles: Digital TV, Internet und Festnetztelefonie

**Der 3-in-1 Kabelanschluss beinhaltet:**

- Digital TV**
- Internet**
- Telefonie**

**Und das alles ist in jedem Raum mit einer Kabeldose verfügbar.**

**Der beste Platz für Ihre Digital-TV- und Internet-Verbindungen ist im Wohnzimmer.**

**Wohnzimmer 000 00 00 00**  
**www.cablecom.ch**

**Unterhaltung unter Freunden.**

**upc cablecom**