

Rendite ist nicht gleich Rendite

Investitionen in Immobilien erscheinen auf den ersten Blick als eine profitable, sichere und einfache Anlage. Was steckt aber hinter der gängigen Formel: $\text{Ertrag} - \text{Unterhalt} = \text{Rendite}$ bzw. $\text{Verkaufspreis} - \text{Kaufpreis} = \text{Gewinn}$? In einer vierteiligen Artikelserie in PRIVATE werden für Investoren wichtige betriebswirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Gesichtspunkte rund um Immobilieninvestitionen an einem Fallbeispiel beleuchtet. Der Investor hat in Bezug auf die Rendite den gesamten Lebenszyklus einer Immobilie vom Bau/Kauf über das Halten/Verwalten bis zum Verkauf/Abriss zu beachten. Nur so erhält er ein abschliessendes Bild zur voraussichtlichen Rendite.



Von Dieter Knapp
Leiter Accounting & Outsourcing
Services, Kendris AG

Die Prüfung von Liegenschaften aus ökonomischer und baulicher Sicht ist eine zentrale, aber herausfordernde Aufgabe für Immobilienfachleute. Im Teil 1 unserer Serie nimmt der Autor den Immobilienkauf aus betriebswirtschaftlicher Sicht unter die Lupe.

Rendite Fata Morgana

Mit den laufenden Mietzinseinnahmen aus der Immobilie den Kredit zurückzahlen, seine Rendite steigern, nebenbei Steuern sparen und in 20 Jahren mit hoher Wertsteigerung verkaufen? Wer von einer solchen Investition träumt, tut gut daran, vor dem Kauf betriebswirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte gründlich abzuklären. Denn nicht jede Immobilie ist Garant für eine sichere und rentable Investition, wie das nachfolgende Beispiel zeigt.

Die Rentabilität entspricht einer Kennzahl, welche eine Ergebnisgrösse (Output) mit einer anderen Grösse (Input) in Beziehung setzt, die zur Erzielung des Ergebnisses beiträgt. Die gängigsten Renditeformen im Immobilien-

geschäft sind die Bruttorendite sowie die Nettorendite. Die Bruttorendite errechnet sich aus dem jährlichen Mietertrag im Verhältnis zu den Immobilienanlagekosten, ohne weitere Einflussgrössen. Die Nettorendite ist in den meisten Fällen niedriger als die Bruttorendite, da sie notwendige Ausgaben wie Steuern, Zinsen, Liegenschaftsunterhalt usw. berücksichtigt.

Wer sich von kurzfristigen Renditeüberlegungen und tiefen Zinsen zum Kauf einer Immobilie verleiten lässt und nur auf Grundlage einer Ist-Situation entscheidet, läuft unter Umständen direkt ins Messer. Ein häufiger Fehler: Laufende Mieteinnahmen werden in voller Höhe als Einnahmequellen angesehen. Keine oder nur ungenügende Rückstellungen für den Unterhalt und Vernachlässigung rächen sich jedoch später doppelt. Aufgrund des fehlenden Unterhalts verändert sich die Mieterschaft und hohe Fluktuationen sowie schlechte Zahlungsmoral sind die Folgen. Um die Vermietungsfähigkeit zu erhalten, sind in diesen Fällen teure Generalsanierungen nötig. Auch kostspielige Aus- und Umbauten können die Finanzierbarkeit und Rendite von Immobilien stark schmälern.

Fazit: Auch bei heute gut rentierenden Objekten kann es schnell eng werden. Entscheidend ist daher, unterschiedliche Arten von Immobilien miteinander vergleichbar zu machen und den aktuellen Zustand des Objekts sorgfältig zu beurteilen.

Rentabilität genau berechnen

In der Lehre existieren v.a. statische (Zeitpunkt Betrachtung) und dynamische (Zeitraum Betrachtung) Rechenverfahren, um ein Investitionsprojekt zu beurteilen. Die dynamische Rendite (IRR für Internal Rate of Return bzw. interner Zinssatz) zeigt, anders als statische Rechenverfahren, auf, wie sich

ein früher angelegter Geldbetrag in ein späteres Anlageergebnis transformiert. Dies unter der Annahme, dass Einzahlungen und Entnahmen bestehen, d.h. es erfolgt eine Gewichtung der erwirtschafteten Rendite mit dem jeweils eingesetzten Kapital. Damit ist die dynamische Rendite vom Zeitpunkt der Ein- bzw. Auszahlungen abhängig. Vorteile der IRR:

- Grundlage der Betrachtung bildet der ganze Lebenszyklus der Immobilie inkl. Vorbereitungsphase (Transaktionskosten, Maklerprovision, Handänderungs- und Notariatsgebühren etc.) sowie Liquidations- oder Ausstiegsphase (Abbruchkosten).
- Der zeitlich unterschiedliche Anfall der Zahlungseingänge und Zahlungsausgänge wird mittels Zinseszinsrechnung berücksichtigt. Als Grundsatz gilt, dass heute verfügbares Geld mehr Wert ist als künftiges.
- Es können langfristig zuverlässige Prognosen erstellt werden.

Immobilien als Renditefalle?

Das nachfolgende Beispiel aus der Praxis zeigt, dass die Analyse und wirtschaftliche Bewertung von Investitionsprojekten im Rahmen der finanziellen Unternehmensführung von entscheidender Bedeutung ist.

Auf den ersten Blick erscheint es für die Investment AG ausgesprochen lukrativ, das von der Textil AG zum Verkauf ausgeschriebene Gewerbezentrum in Dietikon/ZH für 40 Mio. Franken zu erwerben, denn dank der jährlichen Mietzinseinnahmen von 4,0 Mio. Franken verspricht die Immobilie eine Bruttorendite von 10%. Die derzeitige Eigentümerin hat das Gewerbezentrum mit einem Buchwert von 45 Mio. Franken vor 12 Jahren aus dem Bürogebäude sowie den ehemaligen Produktions- und Lagerhallen geschaffen. Heute sind

dort verschiedene Gewerbetreibende sowie Dienstleister eingemietet, die über feste Mietverträge mit 10jähriger Laufzeit und optional 5jährige Verlängerungsrechte verfügen. Zwei der drei Wohnungen auf dem Areal werden für private Zwecke vermietet.

Auf den zweiten Blick und nach einer eingehenden Analyse der Liegenschaft zeigt sich der Investment AG ein ganz anderes Bild. Es stellt sich heraus, dass zusätzlich zu den üblicherweise anfallenden Transaktionskosten von 920'000 Franken (Grundbuch- und Handänderungsgebühren inkl. Maklerprovision) mit jährlichen Betriebskosten von 400'000 Franken zu rechnen ist. Darüber hinaus fallen alle 5 Jahre zusätzliche Unterhalts- bzw. Instandstellungskosten für das Gewerbezentrum von rund 400'000 Franken an.

Da die Investment AG die Freien Cash-flows im vorliegenden Fall maximal auf die Mietzinsdauer von 15 Jahren prognostizieren kann, muss ein sogenannter Residualwert miteinbezogen werden. Dieser Wert stellt in der Regel die «ewige Rente» eines für die Zukunft repräsentativen Freien Cash-flows dar und betrifft im vorliegenden Fall den Landwert von 6 Mio. Franken am Ende der Nutzungs- resp. Mietzinsdauer.

Die einzelnen Zahlungsströme werden auf den Zeitpunkt der Übernahme der Investition berechnet (Jahr 0). Zahlungen, die vor der Übernahme anfallen, werden auf den Investitionszeitpunkt aufgezinst. Zahlungen, die nach

dem Kauf anfallen, werden auf diesen Zeitpunkt hin abgezinst. Als Entscheidungsgrundlage für dieses Investitionsprojekt wird der IRR herangezogen. Der IRR entspricht demjenigen Zinssatz, für den der Kapitalwert eines gegebenen Einzahlungs- bzw. Auszahlungszyklus gleich null wird, d.h. derjenige Zinssatz bei welchem die diskontierten Freien Cash-flows exakt dem Kapitaleinsatz von 40,92 Mio. Franken (inkl. Transaktionskosten wie vorgängig ausgewiesen) entsprechen.

Die berechnete Rendite für das Gewerbezentrum berücksichtigt damit den Zeitpunkt der Liquiditätsflüsse durch die Vereinnahmung anfallender Mietzinseinnahmen und den Liquidationserlös in Form des Landpreises am Ende der Nutzungsdauer als Einnahmen sowie als Ausgaben die Investitionssumme und den liquiditätswirksamen Aufwand. Dabei werden kalkulatorische Abschreibungen und kalkulatorische Zinsen nicht berücksichtigt, da sie keine Geldflüsse darstellen.

IRR als wichtiges Indiz für das Investitionsrisiko

Als Indiz für das Investitionsrisiko gilt:

- Je höher der IRR, desto tiefer das Investitionsrisiko
- Je tiefer der IRR, desto höher das Investitionsrisiko

Im vorliegenden Fall liegt der IRR, welcher die Verzinsung des mit der Investition gebundenen Kapitals reflek-

tiert, bei 4,5%. Die auf den ersten Blick vielversprechende Bruttorendite von 10% kann sich im Fall des Gewerbezentrum also schnell als Bumerang erweisen. Obwohl der IRR vorliegt, ist die Evaluation nicht vollständig abgeschlossen. Dies weil je nach Eigenfinanzierungsgrad ein anderer Zinssatz zum Tragen kommt bzw. ein IRR von 4,5% je nach der Verzinsung, welche die finanzierende Bank für das Fremdkapital verlangt, nicht ausreicht, um den Fremdkapitalzinsen und den Amortisationsverpflichtungen nachzukommen.

In unserem Beispiel strebt die Investment AG eine Mindestverzinsung von 5,2% an. Da der berechnete IRR tiefer liegt, ist das Projekt aus betriebswirtschaftlicher Sicht für die Investment AG ungenügend. Hierbei gilt es allerdings, wie erwähnt, zu beachten, dass das aktuelle Zinsniveau eine wichtige Rolle spielt, weil der IRR kontextuell zu betrachten und damit nicht in Stein gemeisselt ist. Um sicher zu gehen, sollte sich die Investment AG deshalb ein umfassendes Bild verschaffen, bevor sie endgültig entscheidet, denn die Rendite wird insbesondere auch von steuerlichen Konsequenzen und Risiken wesentlich beeinflusst. Die Kernfrage in diesem Zusammenhang lautet: Ergeben sich durch den Erwerb des Gewerbezentrum allenfalls steuerliche Vorteile, welche den Kauf trotz ungenügendem IRR ratsam machen?

d.knapp@kendris.com

www.kendris.com

Rentabilitätsberechnung gemäss Internal Rate of Return (IRR)

Zeitpunkt	Jahre	Einnahmen	Ausgaben	Cash-flow	Faktor 4.519%	Barwert
2012	0	–	– 40'920'000	– 40'920'000	1.000000	– 40'920'000
2013	1	4'000'000	– 400'000	3'600'000	0.956764	3'444'351
2014	2	4'000'000	– 400'000	3'600'000	0.915398	3'295'432
2015	3	4'000'000	– 400'000	3'600'000	0.875820	3'152'951
2016	4	4'000'000	– 400'000	3'600'000	0.837953	3'016'631
2017	5	4'000'000	– 800'000	3'200'000	0.801724	2'565'515
2018	6	4'000'000	– 400'000	3'600'000	0.767060	2'761'417
2019	7	4'000'000	– 400'000	3'600'000	0.733896	2'642'025
2020	8	4'000'000	– 400'000	3'600'000	0.702165	2'527'795
2021	9	4'000'000	– 400'000	3'600'000	0.671807	2'418'504
2022	10	4'000'000	– 800'000	3'200'000	0.642761	2'056'834
2023	11	4'000'000	– 400'000	3'600'000	0.614970	2'213'893
2024	12	4'000'000	– 400'000	3'600'000	0.588382	2'118'174
2025	13	4'000'000	– 400'000	3'600'000	0.562943	2'026'593
2026	14	4'000'000	– 400'000	3'600'000	0.538603	1'938'972
2027	15	10'000'000	– 800'000	9'200'000	0.515316	4'740'910
Total		66'000'000	– 48'120'000	17'880'000	11.725562	– 0