

Masterthesis

zur Erlangung des
Master of Science in Real Estate (CUREM)

Ableitung von umsetzbaren Zielportfolios unter Berücksichtigung des Bestandes

Name: Thomas Nadler
Adresse: Chilematt 6, 5722 Gränichen AG, Schweiz
Eingereicht bei: Prof. Dr. rer. pol. Kristin Wellner
Richard Hunziker
Abgabedatum: 18.08.2008

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Zeitraum vom März bis August 2008 verfasst. Sie bildet den Abschluss zum berufsbegleitenden Studium *Master of Science in Real Estate* (CUREM), Zürich.

Mein Dank für die Unterstützung richtet sich an meine Betreuerin Frau Prof. Dr. Kristin Wellner, Leipzig und meinen Koreferenten Herr Richard Hunziker, CEO der Pensimo AG, Zürich. Speziell bedanke ich mich bei meiner Frau Sue, die in ihrer Funktion als Korrektorin und mit ihrer Geduld zum Gelingen der Arbeit beigetragen hat.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	II
Inhaltsverzeichnis	III
Abbildungsverzeichnis	V
Tabellenverzeichnis	VII
Abkürzungsverzeichnis	VIII
1 Einführung	1
1.1 Zielsetzung, Vorgehensweise, Schwerpunkte.....	1
1.2 Thematische Abgrenzungen.....	2
2 Theoretische Grundlagen	3
2.1 Die Anlagemöglichkeiten eines Investors	3
2.2 Die Anlageklasse Immobilien	5
2.2.1 Immobilienanlagen im Vergleich	5
2.2.2 Planung von Immobilieninvestments	5
2.2.3 Risikomanagement bei Immobilieninvestments	6
2.3 Das Immobilien-Portfolio-Management.....	8
3 Ableitung von umsetzbaren Zielportfolios	11
3.1 Analyse von Bestandes-Portfolios	11
3.1.1 Eigenschaften eines Bestandeshalters	11
3.1.2 Quantitative und Qualitative Beschreibung eines Portfolios	14
3.1.3 Anlagestrategie und Marktumfeld.....	17
3.2 Erste Schritte zum Zielportfolio	19
3.2.1 Der Bestandeshalter von Immobilien.....	19
3.2.2 Charakter und Merkmale eines Zielportfolios	21
3.2.3 Die Strategische Analyse	23
3.3 Eine Strategie zum Zielportfolio.....	25
3.3.1 Ideale Anlagestrategie	25
3.3.2 Portfolioentwicklung	26
3.4 Fazit	31
4 Anwendung unter Berücksichtigung des Bestandes	32
4.1 Bestandesanalyse	32

4.2 Zielportfolio.....	36
4.3 Strategieumsetzung	40
4.4 Kommentar.....	42
5 Abschliessende Bemerkungen.....	43
5.1 Fazit	43
5.2 Ausblick	44
Anhang.....	46
Literaturverzeichnis.....	55
Ehrenwörtliche Erklärung.....	59

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes	3
Abbildung 2:	Investorenziele	4
Abbildung 3:	Risikosteuerungsmethoden.....	6
Abbildung 4:	Diversifikationsmöglichkeiten.....	7
Abbildung 5:	Begriffsverständnis Strategisches Management.....	8
Abbildung 6:	Immobilien-Portfolio-Management-Prozess.....	9
Abbildung 7:	Schlüsselqualifikationen.....	12
Abbildung 8:	Anlagestile nach Risiko-/Renditegesichtspunkten	13
Abbildung 9:	Kriterien zur objektiven Charakterisierung der Strategieweichtung... ..	16
Abbildung 10:	Strategische Ausgangslagen und	17
Abbildung 11:	Best-Owner Principle	19
Abbildung 12:	Handlungsprinzipien Best-Owner.....	20
Abbildung 13:	Neun-Felder-Matrix mit Normstrategien.....	21
Abbildung 14:	Zielportfolios in Abhängigkeit der Investmentstile	22
Abbildung 15:	SWOT-Matrix mit vier Strategietypen	24
Abbildung 16:	Kosten Lebenszyklus mit Optimierungspotenzial	26
Abbildung 17:	Ausprägungen unterschiedlicher Risikoprofile	27
Abbildung 18:	These Zielportfolio.....	30
Abbildung 19:	Prime Tower, Zürich und die Swiss Prime Site in Kürze.....	32
Abbildung 20:	Wichtiges in Kürze – Zahlen und Fakten per 31.12.2007	33
Abbildung 21:	Portfolio nach Regionen – Basis: Marktwert	34
Abbildung 22:	Portfolio nach Nutzungsarten – Basis: Nettomietertrag.....	34
Abbildung 23:	Markteinschätzung der einzelnen Liegenschaften	35
Abbildung 24:	SWOT-Analyse Swiss Prime Site.....	37
Abbildung 25:	Strategieoptionen mit Beurteilung	38
Abbildung 26:	Factsheet der Swiss Prime Site	47
Abbildung 27:	Kurzprofil und Strategie der Swiss Prime Site.....	48

Abbildung 28:	Ausgewählte Unternehmenskennzahlen der Swiss Prime Site	49
Abbildung 29:	Die Geschäftsleitung der Swiss Prime Site.....	50
Abbildung 30:	Der Verwaltungsrat der Swiss Prime Site 1/2	51
Abbildung 31:	Der Verwaltungsrat der Swiss Prime Site 2/2	52
Abbildung 32:	Das Anlagereglement der Swiss Prime Site 1/2	53
Abbildung 33:	Das Anlagereglement der Swiss Prime Site 2/2	54

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Strategieausrichtung mit Klassifizierung	15
Tabelle 2:	Zielportfolios	29

Abkürzungsverzeichnis

AIA	Association des Investisseurs et Administrateurs immobiliers
BCG	Boston Consulting Group
CREM	Corporate Real Estate Management
CUREM	Center for Urban and Real Estate Management
DCF	Discounted Cash Flow
DID	Deutsche Immobiliendatenbank www.dix.de
Diss.	Dissertation
EBK	Eidgenössische Bankenkommission www.ebk.ch
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
Gif	Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung
INREV	European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles www.inrev.org
IPB	Interessengemeinschaft privater professioneller Bauherren
IPD	Investment Property Databank www.ipdglobal.com
IRR	Internal Rate of Return, Eigenkapitalverzinsung
KBOB	Koordination der Bau- und Liegenschaftsorgane des Bundes
MPT	Modern-Portfolio-Theorie
NAV	Nettoanlagevermögen (Net Asset Value)
NCREIF	National Council of Real Estate Investment Fiduciaries www.ncreif.com
PREM	Public Real Estate Management
REM	Real Estate Management
REIT	Real Estate Investment Trust
REOC	Real Estate Operating Company
ROE	Return On Investment
SFA	Swiss Funds Association www.sfa.ch
SHEV	Schweizerischer Hauseigentümergeverband
SIA	Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein www.sia.ch
SNB	Schweizerische Nationalbank www.snb.ch
SPS	Swiss Prime Site www.swiss-prime-site.ch
SVIT	Schweizerischer Verband der Immobilienwirtschaft
USPI	Union suisse des professionnels de l'Immobilier
VIV	Verband der Immobilien-Investoren und -Verwaltungen
VZI	Vereinigung Zürcher Immobilienfirmen

1 Einführung

Die Anlageklasse Immobilien erfreut sich bei Anlegern mit Multi-Asset-Portfolios und Investoren zunehmender Beliebtheit. Die Hauptgründe für diese Entwicklung sind in den spezifischen Eigenschaften von Immobilien im Vergleich zu anderen Asset-Klassen zu suchen. Die Entwicklung und Adaptierung von Techniken und Methoden für das Management von Immobilienportfolios in den letzten Jahren und die zunehmende Datenverfügbarkeit und deren Beherrschung mit Hilfe der Informationstechnologie geben diesem Trend zusätzlichen Schub.

1.1 Zielsetzung, Vorgehensweise, Schwerpunkte

Die Besitzer von Immobilienportfolios haben es meistens mit historisch gewachsenen Beständen von Objekten zu tun. Sie zeichnen sich oft durch heterogene Portfolios mit ideologischen und emotionalen Altlasten ohne erkennbare Struktur aus. Abgeleitet von seinen Zielen und seinem Risikoprofil muss das Management sich und seinen Share- respektive Stakeholdern laufend Rechenschaft darüber geben, ob die erzielte Rendite den Erwartungen entspricht und wie der Gewinn optimiert werden könnte; Werden die richtigen Objekte gehalten? Ist das Portfolio richtig diversifiziert (nach Standorten, Nutzungsarten, Objekteigenschaften)? Wie sieht das ideale Immobilienportfolio für einen spezifischen Eigentümer aus? Wie kann ein Bestandesportfolio an ein Zielfportfolio herangeführt und dem sich ändernden Umfeld laufend angepasst werden? Die Ausarbeitung von Lösungsansätzen zur Annäherung bestehender Immobilienportfolios an Musterportfolios respektive an umsetzbare Zielfportfolios unter Berücksichtigung der Eigenschaften, Ziele und des Risikoverhaltens der Eigentümer ist das Ziel der vorliegenden Arbeit.

Nach einer Einführung in die theoretischen Grundlagen, welche die Immobilien mit alternativen Anlagemöglichkeiten vergleicht und die wichtigsten Eigenschaften erfasst, wird im dritten Kapitel, ausgehend von einer Bestandesanalyse, schrittweise der Weg zu einem möglichen Zielfportfolio aufgezeigt. Die Grundidee liegt in der Bildung von Musterportfolios als Vergleichs- und Einordnungsbasis für bestehende Immobilienbestände. In der Bauindustrie ist der Vergleich von Projekten mit bestehenden Bauten unter Zuhilfenahme von Beschrieben, Plänen und definierten Kennzahlen eine weit verbreitete und gut funktionierende Methodik. Mit deren Hilfe können reine Kennzahlenvergleiche durch Plangrundlagen und Beschriebe plausibilisiert werden. Diese qualitative, beschreibende Erfassung wird der Komplexität von Immobilien besser gerecht als reine Zahlenvergleiche.

Im Folgenden wird versucht, diese Methodik auf das Immobilien-Portfoliomanagement zu übertragen und zusammen mit weiteren Techniken mögliche Zielfportfolios zu entwickeln. Die Anwendung dieser Erkenntnisse erfolgt im Kapitel vier mit Hilfe der Daten einer realen Immobilien-Investmentgesellschaft.

1.2 Thematische Abgrenzungen

Die vorliegende Arbeit befasst sich mit direkt gehaltenen Immobilien auf Portfolioebene. Im Weiteren konzentriert sie sich auf reine Immobilienfirmen (Real Estate Management, REM) weil die starken Sekundärziele von Bestandeshaltern mit Produktionsanlagen (Corporate Real Estate Management, CREM) oder der öffentlichen Hand (Public Real Estate Management, PREM) eine rein immobilisenspezifische Sicht nicht erlauben oder zumindest stark erschweren.

Bezüglich geographischer Allokation wird im Zusammenhang mit den Diversifikationsmöglichkeiten in lokale, regionale, nationale, kontinentale und globale Verteilung unterschieden. Zum Thema der internationalen Verteilung von Immobilienportfolios werden die in Frage kommenden Länder nicht näher untersucht. Auf Grund des vorhandenen Datenmaterials können zum Beispiel die von der *Investment Property Databank* (IPD) auf allen Kontinenten bearbeiteten über 20 Immobilienmärkte in Betracht gezogen werden.

Im Tagesgeschäft mit Vermögenswerten wie Immobilien werden Entscheide in erster Linie auf der Basis von Zahlen und Benchmarks, also auf Grund von quantitativen Daten, gefällt. Einer vermeintlich hohen Genauigkeit im Sinne der *Modern-Portfolio-Theorie* (MPT) stehen die Probleme der zur Verfügung stehenden Daten – kurze Zeitreihen und durch die geringe Anzahl von Transaktionen wenige vorhandene Zahlen – gegenüber. Ausserdem ist die MPT nicht uneingeschränkt auf Immobilien übertragbar. Es entstehen Scheingenauigkeiten, weshalb Prognosen, welche ihre Aussagen aus diesen vergangenheitsbasierten Daten beziehen, mit Vorsicht zu geniessen sind.

In seiner Masterthesis *Die Bedeutung fachübergreifender Information für das Strategische Management von Immobilien* greift Rohrer die Wichtigkeit des systemischen und vernetzten Denkens für ein erfolgreiches strategisches Management auf. Er legt dar, dass sich langfristiges, also strategisches, Denken vom kurzfristigen stark unterscheidet und nicht auf extrapolierten Vergangenheitsdaten basieren darf. Er propagiert das Denken in Zukunftsszenarien und verweist auf die Langfristigkeit des Immobiliengeschäftes, welches dem heutigen Trend der Kurzlebigkeit entgegen läuft.¹ Deshalb liegt das Schwergewicht der vorliegenden Arbeit auf den qualitativen, beschreibenden Aspekten von Immobilienanlagen.

¹ Vgl. Rohrer, *Die Bedeutung fachübergreifender Information für das Strategische Management von Immobilien*, Zürich 2006, Seiten 2, 10, 29, 35

2 Theoretische Grundlagen

Am Anfang eines Investments steht, unabhängig der gewählten Asset- oder Anlageklasse, immer die Absicht des Investors. Er muss einige wichtige Fragen beantworten: Was bezweckt er mit seinem Engagement? Wie hoch soll die Rendite sein? Welche Risiken ist er bereit einzugehen? Wie sieht sein Zeithorizont aus? Die Betrachtungen des zweiten Kapitels beziehen sich zuerst auf alle Anlagen und Asset-Klassen und gehen dann auf die Immobilienspezifischen Eigenschaften ein.

2.1 Die Anlagemöglichkeiten eines Investors

Immobilien konkurrieren auf Investorenebene mit allen möglichen Asset-Klassen. Obwohl im Vergleich mit der Fungibilität und Transparenz von an der Börse gehandelten Anlagen die Immobilieninvestments mit Nachteilen behaftet sind, werden gerade diese Eigenschaf-

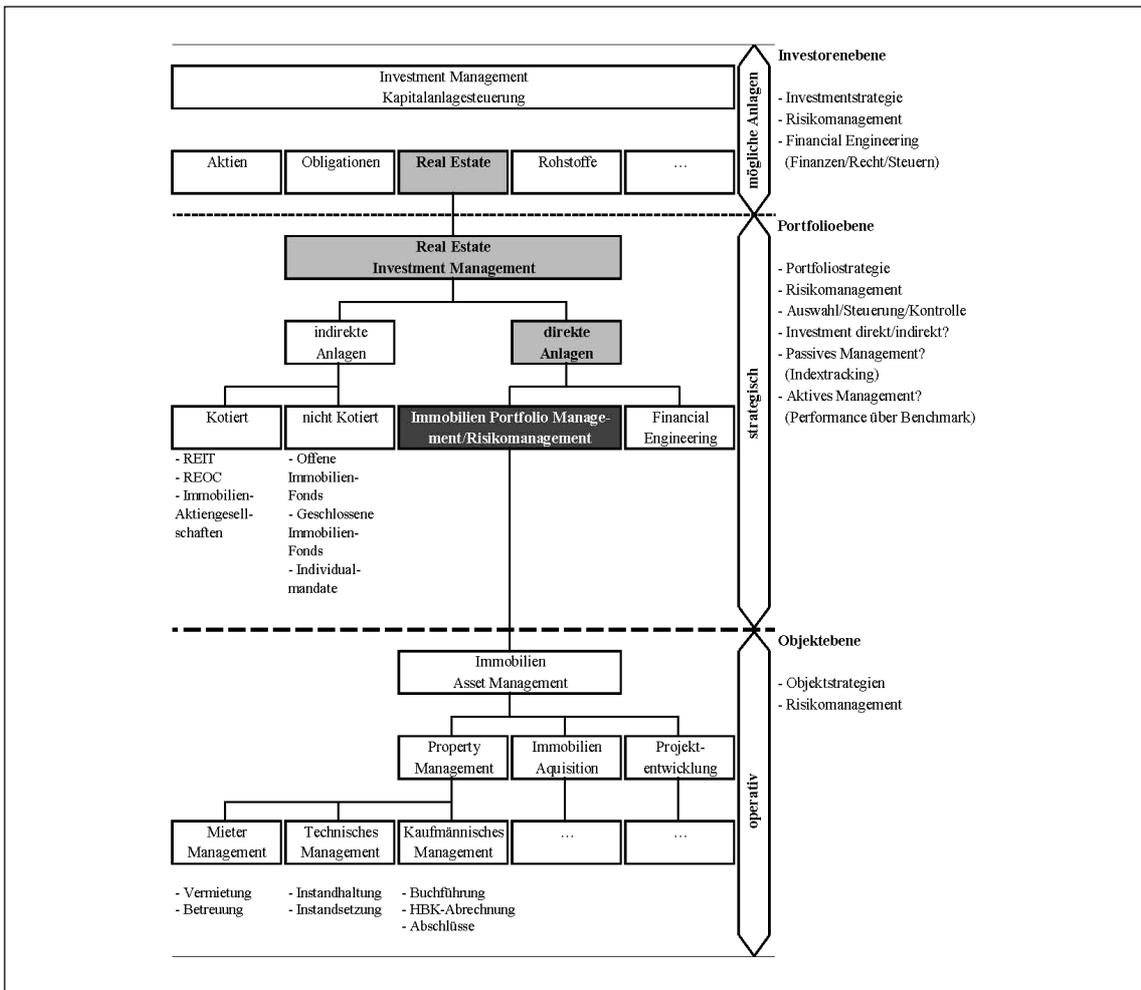


Abbildung 1: Eingrenzung des Untersuchungsgegenstandes²

² Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Wellner, Theorie des Immobilien Investment Managements, Zürich (Vorlesung CUREM) 2008, Seite 4 und Deisenrieder, Controlling von Immobilienportfolios, Köln 2007, Seite 248

ten zu Diversifikationszwecken in Multi-Asset-Portfolios geschätzt und für den Rendite-Risiko-Ausgleich genutzt. In Abbildung 1 ist dargestellt, auf welcher Ebene sich die vorliegende Arbeit bewegt. Die Betrachtungen befassen sich auf der Portfolioebene mit Immobilien-Portfolios (Single-Asset-Portfolios) in Direktanlage. Die in dieser Arbeit verwendete Bezeichnung Bestandeshalter bezieht sich auf den Eigentümer eines Immobilienbestandes oder -portfolios auf dieser Ebene. Die Objektebene müsste in einem weiteren Arbeitsschritt untersucht werden und ist nicht Gegenstand der Untersuchungen.³

Bei Investitionsvorhaben gilt es, die verschiedensten Parameter im Auge zu behalten und gegeneinander abzuwägen. Die drei Variablen mit der grössten Relevanz im Investitionsmodell, Rendite-Risiko-Liquidität, werden in Abbildung 2 dargestellt und in Beziehung gebracht. Die wichtigste Erfolgsgrösse ist die Rendite, welche jedoch im Gleichgewicht mit den Nebenbedingungen Risiko und Liquidität stehen muss.⁴

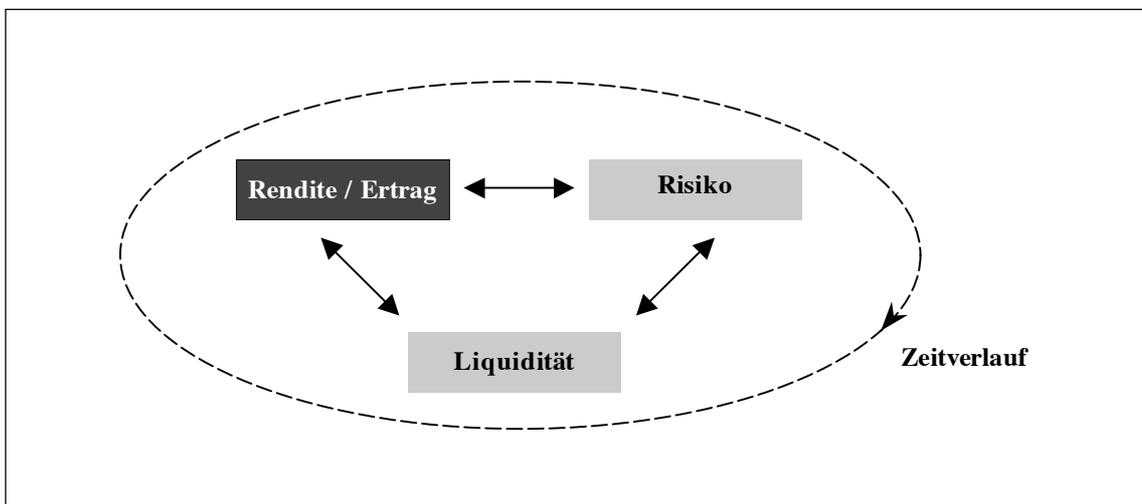


Abbildung 2: Investorenziele⁵

Wellner spricht in diesem Zusammenhang vom magischen Dreieck der Investorenziele, weil sich die drei Ziele nicht unabhängig voneinander realisieren lassen. Der Faktor Zeit als vierte Dimension ist gerade im Hinblick auf ein Engagement in der Asset-Klasse Immobilien wegen ihrer spezifischen Eigenschaften von grosser Bedeutung. Gemessen an den Möglichkeiten im Handel mit Aktien, Anleihen, Geldmarktanlagen, Derivaten und dergleichen ergeben sich bei Immobiliendirektanlagen zum Beispiel bezüglich Handelbarkeit und Entwicklungszyklen Sachzwänge, die eine Berücksichtigung der Anlagehorizonte und somit des Zeitverlaufes zwingend erscheinen lassen.

³ Vgl. Wellner, Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, 2003, Seiten 4 und 50

⁴ Vgl. Bender, Risikomanagement in Immobilienportfolios, Köln 2007, Seite 273

⁵ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Bender, Risikomanagement in Immobilienportfolios, Köln 2007, Seite 273 und Wellner, Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, 2003, Seite 4

Immobilien werden wegen ihren nicht mit Börsenanlagen korrelierenden Eigenschaften geschätzt. Der nächste Abschnitt fokussiert auf die Anlageklasse Immobilien und erläutert die spezifischen Eigenschaften im Vergleich zu alternativen Anlagemöglichkeiten.

2.2 Die Anlageklasse Immobilien

2.2.1 Immobilienanlagen im Vergleich

Die Anlageklasse Immobilien weist gegenüber alternativen Anlagen einige Besonderheiten auf. Nachteile sind insbesondere die Standortgebundenheit, die relativ geringe Nutzungsflexibilität und die Komplexität des Lebenszyklus (materielle Aspekte). Im Weiteren sind die eingeschränkte Handelbarkeit, die schwierige Bewert- und Vergleichbarkeit, die beschränkte Teilbarkeit und die hohen Erwerbs- und Bewirtschaftungskosten zu nennen (finanzielle Aspekte). Speziell zu erwähnen ist der Boden, welcher einzigartig, nicht substituierbar und untrennbar mit der Immobilie verbunden ist. Bezüglich der zeitlichen Aspekte im Zusammenhang mit Immobilien sind die langen Entwicklungsprozesse und die relativ geringe Anpassungselastizität zu nennen.

Als Vorteile und gleichzeitige Hauptgründe für die Investition in Immobilien sind der dauerhafte Inflationsschutz in Form einer Sachwertanlage, die Diversifikationsmöglichkeiten (Risikoausgleich), die Ausnutzung von Leverage Effekten, die kontrollierbaren und regelmässigen Erträge und allfällige Steuervorteile zu nennen. Speziell erwähnenswert sind die Diversifikationseffekte, welche auf Grund der Immobilieneigenschaft Heterogenität unterschiedliche Renditeentwicklungen und Risikoverteilungen sowohl innerhalb der Anlageklasse Immobilien als auch im Vergleich mit anderen Vermögenswerten ermöglichen. Nicht zu unterschätzen ist auch die Befriedigung von elementaren menschlichen Bedürfnissen; Existenz-, Schutz-, Sicherheits- und Prestigebedürfnisse haben einen starken Zusammenhang mit Immobilien und können teilweise nur durch sie gewährleistet werden.⁶

2.2.2 Planung von Immobilieninvestments

Die Planung von Immobilienportfolios gliedert sich in einen strategischen und einen operativen Bereich. Die strategische Planung als langfristige Komponente hat auf der Ebene des Portfolios die Zerlegung der Investorenziele (Strategie, Performance, Risiko), die Setzung der Investorenschwerpunkte (Zielfportfolio nach Regionen und Sektoren) und die Analyse und Beobachtung der Märkte (Rahmenbedingungen) zum Inhalt. Die operative Planung fokussiert mit einem Zeithorizont von ein bis drei Jahren auf das laufende Geschäft der Objektebene.⁷

⁶ Vgl. Wellner, Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, 2003, Seiten 8-10, 105

⁷ Vgl. Ropeter-Ahlers/Vollrath, Planung von Immobilienportfolios, Köln 2007, Seiten 161, 163–164

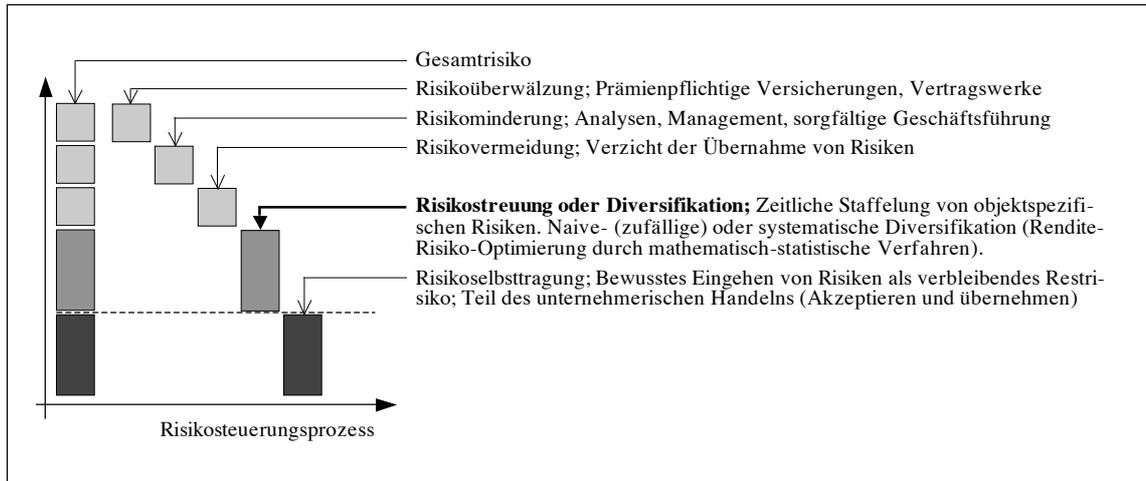


Abbildung 3: Risikosteuerungsmethoden⁸

Auf der strategischen Ebene ist neben den wichtigen Finanzplänen als Grundlage der Performancekontrolle die Risikosteuerung als Teil der Investorenziele von grosser Bedeutung. Das Gesamtrisiko einer Investition setzt sich aus verschiedenen Risiken und deren Steuerung zusammen. Grob gesagt gibt es zum einen die Strategie des bewussten Eingehens von Risiken, zum anderen diejenige des nicht Eingehens von Risiken. Die Risikoneigung des Entscheidungsträgers und die Risikohöhe bestimmen die Strategie. Abbildung 3 zeigt eine Übersicht der Möglichkeiten, wobei die Risikosteuerung oder Diversifikation die wichtigste darstellt.⁹

2.2.3 Risikomanagement bei Immobilieninvestments

Bender schlägt ein Vorgehensmodell für das Risikomanagement aus der Risikotheorie vor. Die drei Schritte Risikoidentifikation (Erkennung, Analyse), Risikomessung (quantitative- und qualitative Verfahren) und Risikosteuerung (Diversifikation, Hedging) werden einem systematischen Risiko-Controlling unterzogen.¹⁰

Er klassifiziert die qualitativen Risiken wie folgt:

- strukturelle Risiken (Objekt, Portfolio)
- monetäre Risiken (Ertrag, Liquidität)
- betriebliche Risiken (Management, Substanzverlust)
- externen Risiken (Markt, Mieter)

In einer weiteren Betrachtung lassen sich systematische und unsystematische Risiken identifizieren. Die unsystematischen Risiken sind Objektspezifisch (Veräusserungs-, Nut-

⁸ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Wellner, Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, 2003, Seiten 27–32

⁹ Vgl. Wellner, Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, 2003, Seiten 27–32

¹⁰ Vgl. Bender, Risikomanagement in Immobilienportfolios, Köln 2007, Seiten 272 und 275

zungs-, Wertänderungs-, Ertragsausfall-, Bewertungs-, Entwicklungsrisiken) und können über Diversifikationseffekte verteilt und stark reduziert werden. Die systematischen Risiken (Umwelt-, Volkswirtschaftliche, Branchenspezifische, Standortspezifische Risiken) sind teilweise diversifizierbar, wenn das Portfolio über die Standorte breit gestreut ist. Abbildung 4 zeigt die Diversifikationsmöglichkeiten nach Standorten, Nutzungsarten und Objekteigenschaften.

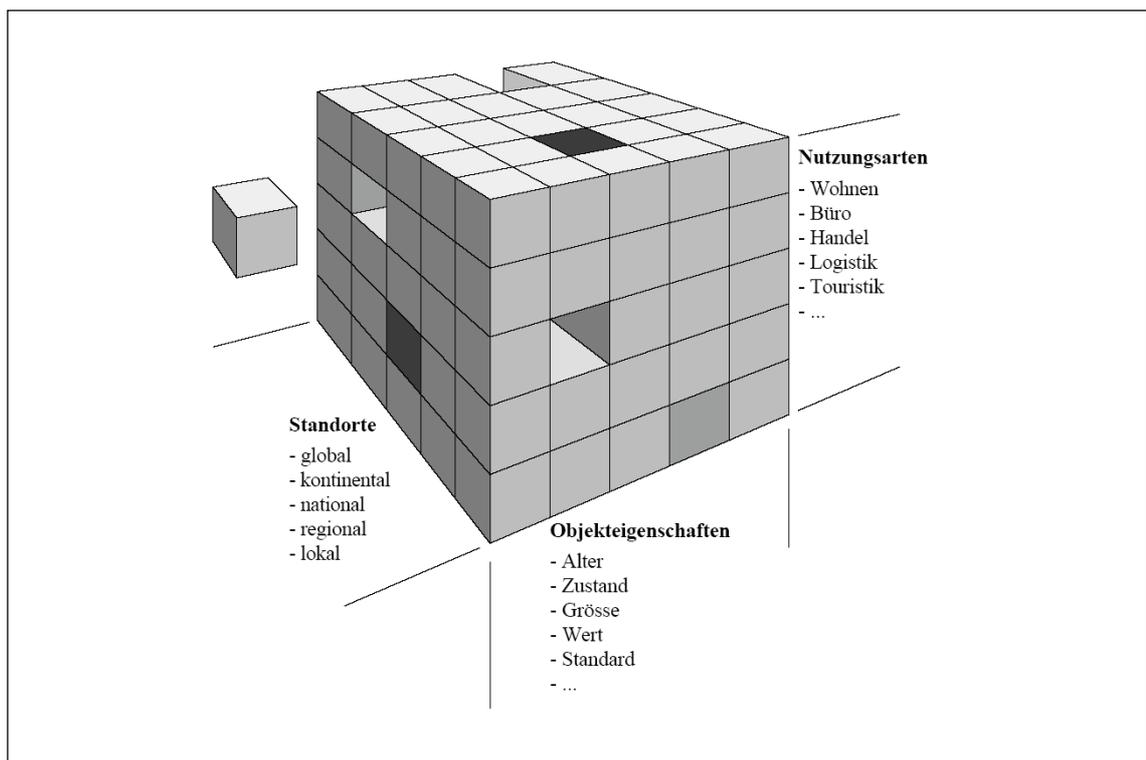


Abbildung 4: Diversifikationsmöglichkeiten¹¹

Auf Grund von Ergebnissen aus empirischen Studien kann gesagt werden, dass das grösste Potential bezüglich der Reduktion von Risiken die Standortdiversifikation nach Ländern respektive Kontinenten aufweist (das Marktrisiko beschränkt sich auf die Weltwirtschaftseinflüsse). An zweiter Stelle ist die Streuung nach Nutzungsarten zu nennen, welche besser abschneidet als die Standortdiversifikation auf regionaler oder lokaler Ebene. Die Geringsten Effekte werden mit der Diversifikation über die Objekteigenschaften erzielt. Bei kleinen oder in der Standortwahl beschränkten Immobilienbeständen sollte aber auch diese Möglichkeit der Risikominderung ausgeschöpft werden um so eine Optimierung des Immobilienportfolios zu erzielen.¹²

¹¹ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Thomas/Wellner, Diversifikation nach Nutzungsarten und Regionen, Köln 2007, Seite 109

¹² Vgl. Thomas/Wellner: Diversifikation nach Nutzungsarten und Regionen, Köln 2007, Seiten 108–109

2.3 Das Immobilien-Portfolio-Management

Der Begriff des Immobilien-Portfolio-Managements im Spannungsfeld von Anleger und Bestandeshalter ist in der Literatur nicht abschliessend behandelt. Wellner definiert den Begriff wie folgt: „Immobilien-Portfolio-Management ist ein komplexer, kontinuierlicher und systematischer Prozess der Analyse, Planung, Steuerung und Kontrolle von Immobilienbeständen, der die Transparenz für den Immobilieneigentümer bzw. -investor erhöhen soll, um eine Balance zwischen Erträgen und den damit verbundenen Risiken von Immobilienanlage- und Managemententscheidungen für das gesamte Immobilien-Portfolio herzustellen“.¹³

Lombriser und Abplanalp befassen sich in ihrem Werk *Strategisches Management* mit der strategischen und operativen Unternehmensführung. Sie verweisen speziell auf die Wechselbeziehung der Beiden Führungsebenen strategisch/operativ und die Notwendig-

- Die strategische Führung ist der operativen Führung stets vorgelagert und schafft die notwendigen Bewegungsspielräume für die operative Führung.
- Strategische Anpassungen, die erst als Reaktion auf (negative) finanzielle Auswirkungen erfolgen, kommen zu spät.
- Strategisches Denken, Entscheiden und Handeln verzichtet auf kurzfristige Erfolge zugunsten zukünftiger Vorteile.
- Falsches operatives Verhalten kann zu Verlusten führen, die ihrerseits den Aufbau von Erfolgspotenzialen gefährden.
- Auch bei steigenden Gewinnen sind rückläufige oder schwindende Erfolgspotenziale eine frühe Vorwarnung für spätere Erfolgseinbussen.
- Erfolgspotenziale und Erfolg können sich somit in entgegengesetzter Richtung bewegen. Operative und strategische Führung sind demnach zwei eigenständige Aufgaben.

Abbildung 5: Begriffsverständnis Strategisches Management¹⁴

keit einer Unterscheidung. Interessant ist in diesem Zusammenhang das Begriffsverständnis des Strategischen Managements, dargestellt in Abbildung 5.

Speziell zu beachten sind die Punkte zwei und fünf. Die Aussagen bestätigen die Wichtigkeit der qualitativen Aspekte des Immobilien-Portfolio-Managements als Ergänzung der quantitativen Modelle. Denn nur mit der Beobachtung der Umwelteinflüsse, welche auf

¹³ Wellner, Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, 2003, Seite 35

¹⁴ Quelle: Lombriser/Abplanalp, Strategisches Management, Zürich 2005, Seiten 33–34

den Immobilienbestand einwirken, können zukünftige Erfolgspotenziale aufgespürt und die Anpassung der einzelnen Objekte an die geänderten Anforderungen geplant werden. Solche Planungen lassen sich mit quantitativen Modellen und ihren Vergangenheitsdaten nicht bewerkstelligen.

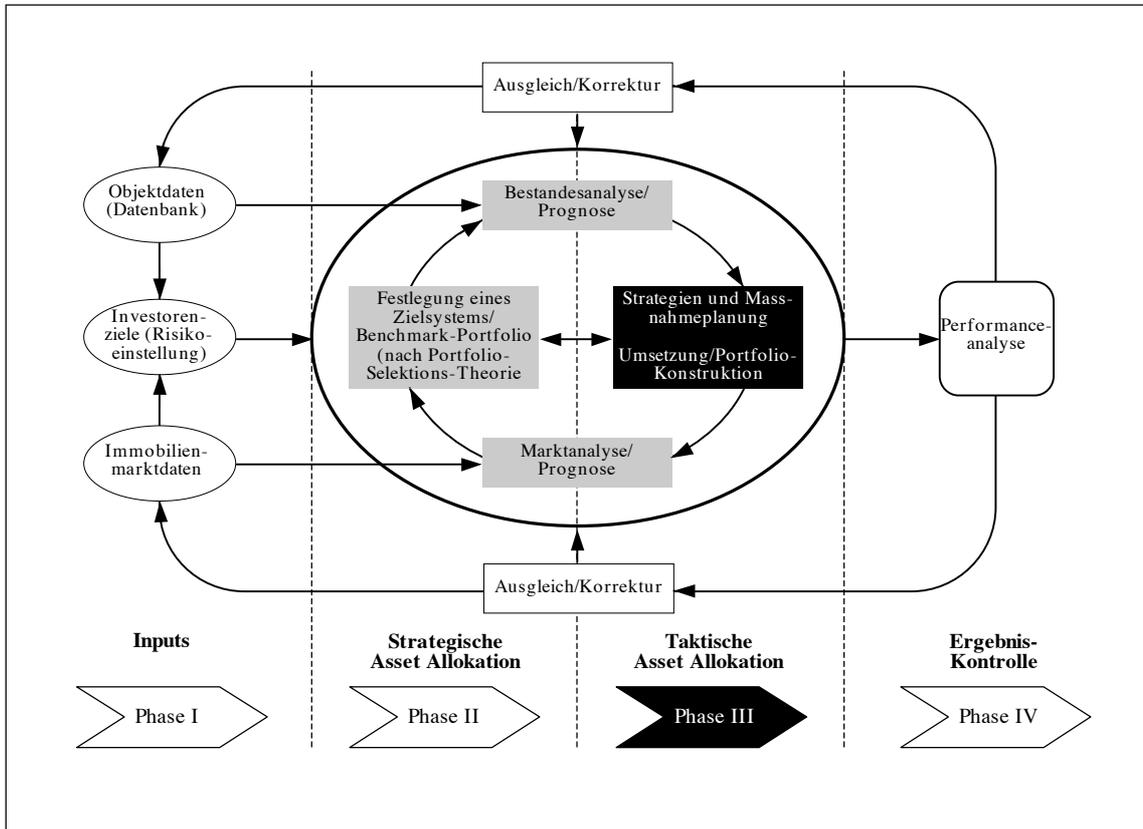


Abbildung 6: Immobilien-Portfolio-Management-Prozess¹⁵

Das von Wellner entwickelte Immobilien-Portfolio-Management-System, dargestellt in Abbildung 6, vereint nun den traditionellen Bottom-Up Ansatz (Optik des bestehenden Portfolios, operative Führungsebene) mit dem modernen Top-Down Ansatz (neu zu erstellendes Portfolio, strategische Führungsebene), welcher die auftretenden Diversifikationseffekte zur Risikominderung ausnutzt. Der als Kreislauf konzipierte Prozess führt die quantitativen und die qualitativen Aspekte zusammen und hebt deren Nachteile auf.

Die Methodik der Projektentwicklung bewegt sich auf der Ebene der einzelnen Objekte: Die Balance von Standort, Idee und Kapital im Zeitablauf ist eine Grundvoraussetzung für den Erfolg einer Projektentwicklung. Das Gleichgewicht wird aber laufend gestört durch Alterungsprozesse, neue Mietverträge und dem Markt- und Produktlebenszyklus der Immobilie.¹⁶

¹⁵ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Wellner, Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, 2003, Seite 57

¹⁶ Vgl. Bone-Winkel/Gerstner, Interdisziplinäre Grundlagen der Immobilien-Projektentwicklung, Köln 2006, Seite 27

Die Mechanismen der Projektentwicklung und das Konzept des Immobilien-Portfolio-Management-Prozesses entsprechen dem interdisziplinären und dynamischen Verständnis, welches auf der Ebene des Bestandeshalters von Immobilien die Voraussetzung zur Erreichung der Investorenziele bildet.

Im dritten Kapitel wird versucht, systematisch ein mögliches theoretisches Zielfportfolio zu entwickeln und daraus drei unterschiedliche Muster- oder Zielfportfolios als Vergleichsvorlage zu generieren.

3 Ableitung von umsetzbaren Zielportfolios

Die Aufgabe der Definition eines Zielportfolios wirft einige Fragen auf: Was ist ein Zielportfolio? Wie sieht es aus? Aus welchen Informationen wird es gebildet? Welche Zeiträume soll ein Zielportfolio abdecken? Das Ziel dieses dritten Kapitels ist es, die Daten und Inhalte für die Analyse von bestehenden Immobilienportfolios zu definieren um dann ein mögliches Zielportfolio zu charakterisieren. Mit der Umsetzungsstrategie soll der Weg zu diesem möglichen Zielportfolio aufgezeigt werden.

3.1 Analyse von Bestandes-Portfolios

Um das Wesen und den Charakter eines bestehenden Immobilienportfolios zu erfassen, müssen Informationen über den Eigentümer, das Portfolio respektive die Objekte und die betreffenden Märkte gesammelt und bewertet werden. Diese Recherchen bilden den ersten Schritt auf dem Weg zum Zielportfolio.

3.1.1 Eigenschaften eines Bestandeshalters

Die Eigenschaften eines Bestandeshalters – aber auch eines Investors – hängen stark mit den Entscheidungsträgern auf allen Hierarchiestufen zusammen. Herkunft, soziales Umfeld, Ausbildung und persönliche Charakterzüge prägen einen Menschen und finden Ausdruck in seinem Verhalten.

Der amerikanische Psychologe Abraham Maslow beschrieb mit seiner bekannten Pyramide die individuelle Motivation von Menschen. Er nahm an, dass zuerst physiologische und Sicherheitsbedürfnisse befriedigt werden müssen, bevor höhere Bedürfnisse wie soziale Zugehörigkeit und Anerkennung für den Menschen wichtig werden.¹⁷ Es gibt auch die Annahme, dass es physische, psychische und soziale Grundbedürfnisse gibt, die gleichwertig nebeneinander stehen, nämlich die drei psychosozialen Grundbedürfnisse:

- Das Bedürfnis, die Umwelt zu verstehen (need for cognition)
- Das Bedürfnis, die Umwelt zu beeinflussen (need for controll)
- Das Bedürfnis, sich selbst in Wechselwirkung mit anderen Menschen zu erkennen, zu beeinflussen und zu entwickeln (Selbsterkenntnis, Selbstaktualisierung)

Die daraus resultierende Synthese ist das Bedürfnis, die *Adaption-Person-Umwelt Passung* herzustellen und aufrecht zu erhalten.¹⁸

Für wirtschaftlich erfolgreiche Aktivitäten wird im Allgemeinen Fachkompetenz vorausgesetzt. Wiegand betont in seiner Schrift *Handbuch Planungserfolg*, dass zur Erreichung der vier Oberziele für den Erfolg Fachwissen allein nicht ausreicht. Es braucht die Schlüs-

¹⁷ Quelle: Wiegand, Handbuch Planungserfolg, Zürich 2006, Seite 16

¹⁸ Quelle: Vaccani, Einführung in die Sozialpsychologie, Zürich 2007, Seite 31

selqualifikationen Methoden-, Sozial- und Individualkompetenz (Abbildung 7). Wiegand ortet das Hauptproblem darin, dass oft Personen mit Schlüsselkompetenzen nicht Entscheidungsträger oder „Macher“ sind respektive die Entscheidungsträger nicht über die notwendigen Schlüsselkompetenzen verfügen.¹⁹

<p>Vier Oberziele für den Erfolg (bei Problemlösungen)</p> <p>1 Unter Nutzen- und Kostengesichtspunkten bestmögliche sachliche Lösung</p> <p>2 Hohe Akzeptanz der Lösung</p> <p>3 Angemessen kurze Entwicklungs-, Planungs- und Realisierungszeit</p> <p>4 Niedriger Aufwand für den Lösungsprozess (personelle Kräfte, Hilfsmittel)</p>	<p>Kompetenz Wissen, Fähigkeiten</p>
	<p>Fachkompetenz</p> <p>– Spezifisches Wissen in einem Fach- und Sachgebiet</p> <p>– Fähigkeit, Wissen für neue Aufgaben anzupassen oder zu generieren</p> <p>– Fähigkeiten zum Erkennen und Darstellen spezifischer Probleme</p>
	<p>Methodenkompetenz</p> <p>– Fähigkeit und Bereitschaft, für eine Problemlösung angemessene Instrumente systematisch zu finden und anzuwenden</p> <p>– Fähigkeit, Zwischen- und Endergebnisse gut darzustellen</p> <p>– Fähigkeit, die Lösungsfindung und die Umsetzung zielgerecht zu steuern</p>
	<p>Sozialkompetenz</p> <p>– Fähigkeit und Bereitschaft, mit anderen unvoreingenommen zusammen zu arbeiten und sich mit ihnen auseinander zu setzen</p> <p>– Fähigkeit zur Anleitung bzw. Moderation von Gruppen</p>
	<p>Selbstkompetenz</p> <p>– Fähigkeit/Bereitschaft zur Selbstentwicklung im Rahmen von Aufgaben bzw. in der Zusammenarbeit</p> <p>– Fähigkeit und Bereitschaft zur Selbststeuerung</p>

Abbildung 7: Schlüsselqualifikationen²⁰

Diese Bedürfnisse, Eigenschaften und Qualifikationen haben einen starken Einfluss auf Faktoren wie *Unternehmenskultur und Werte*, *Unternehmensführung* und *Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter*. Als Beispiel ein Auszug der Erfolgsfaktoren einer schweizerischen Management AG (Immobilienmanagement und Fondsleitungen).²¹

- Faktor *Unternehmenskultur und Werte*: Glaubwürdigkeit, Unbestechlichkeit, langfristiges Denken, Nachhaltigkeit, Verantwortung für Stakeholder (Umwelt, öffentlicher Raum, Gesellschaft)
- Faktor *Unternehmensführung*: Kongruenz der Interessen zwischen Anleger und Management, Megatrends erkennen – Gelassenheit gegenüber Modeerscheinungen, Bedürfnisse der Anleger aufnehmen, Marktentwicklungen antizipieren, lebendige und agile Organisation, Zurückhaltender Marktauftritt, Bescheidenheit (mehr Sein als Schein), Dynamik (aber keine operative Hektik), Handlungsfreiheit bewahren, Handlungsspielräume nutzen

¹⁹ Vgl. Wiegand, Handbuch Planungserfolg, Zürich 2006, Seiten 230 und 231

²⁰ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Wiegand, Handbuch Planungserfolg, Zürich 2006, Seite 230 und 304

²¹ Vgl. Hunziker, Real Estate Investmentmanagement als Dienstleistung, Zürich 2008, Seiten 70–72

- Faktor *Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter*: offenes und kommunikatives Klima der Zusammenarbeit, Fehlerkultur/-toleranz (Lernen aus Fehlern), Bereitschaft zum ständigen Lernen, Ehrlichkeit/Redlichkeit/Zuverlässigkeit, Lösungs- und zielorientierte Arbeitsweise, Veränderungen als positive Herausforderung wahrnehmen, Ganzheitlichkeit der Aufgabe als Lebensqualität

Zu erwähnen sind auch die Themen der Behavioral Finance respektive der Behavioral Real Estate. Die auftretenden Heuristiken und systematischen Fehler, welche einen starken Einfluss auf die Entscheidungsträger und dem entsprechend auf die Märkte ausüben, sind nicht zu unterschätzen. Die Thematik ist umfangreich und wird im Rahmen dieser Arbeit nicht weiter behandelt.²²

Von den im Abschnitt 2.1 *Die Anlagemöglichkeiten eines Investors* behandelten Investorenzielen haben die Komponenten *Rendite* und *Risiko* den stärksten Zusammenhang und bilden eine untrennbare Kombination. Aus diesem Grund ist beim Vergleich von Renditen unterschiedlicher Portfolios auch immer anzugeben, welche Risiken eingegangen wurden. Dasselbe gilt auch für Vergleiche mit Marktdaten und Benchmarks.

In Abbildung 8 sind in einem Rendite-Risiko-Diagramm die Anlagestile mit den entsprechenden Eigenschaften in der Übersicht dargestellt. Es ist klar ersichtlich, dass eine höhere Rendite mit einem entsprechend höheren Risiko erkaufte wird, was einen starken Zusam-

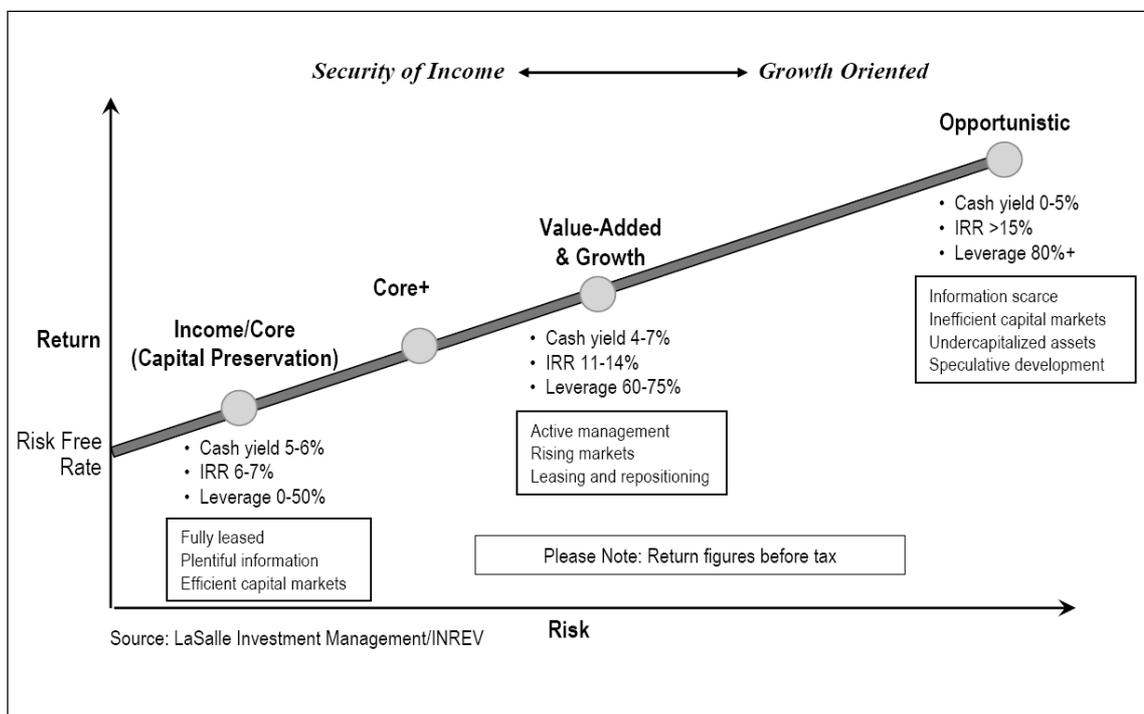


Abbildung 8: Anlagestile nach Risiko-/Renditegesichtspunkten²³

²² Siehe auch unter www.behavioralfinance.ch

²³ Quelle: Thomas, Management indirekter Immobilien-Anlagen, 2008, Seite 15

menhang mit der Risikoneigung der Entscheidungsträger hat. Eine weitere wichtige Kenngrösse zur Beurteilung der Rendite in Abhängigkeit des Risikos ist die Varianz, respektive die Standardabweichung, welche die positiven und negativen Abweichungen eines erwarteten Wertes angibt. Diese, auf theoretischen Modellen basierenden, quantitativen Methoden sind auf Grund ihres Modellcharakters und der oft fehlenden Daten für Immobilien nur bedingt geeignet.²⁴

Das Risikoverhalten eines Investors ist stark personenabhängig. Seine persönlichen wie privaten Verhältnisse haben Einfluss auf die zu fällenden Entscheidungen, finden Ausdruck in Gefühlen wie Ängstlichkeit, Misstrauen, Mut, Risikofreude usw. und fliessen in die verschiedenen Motivationen der Vermögensvermehrung wie Vorsorge, Konsumsparen oder Spekulation mit ein.²⁵

3.1.2 Quantitative und Qualitative Beschreibung eines Portfolios

Es ist ein trügerisches Unterfangen, die Anlageklasse Immobilien allein mit Zahlendaten erfassen und erklären zu wollen. Die rein quantitative Beschreibung und Definition mit vergangenheitsbezogenen Kennzahlen sagt zu wenig über Immobilienportfolios und einzelne Objekte aus. Überlegungen qualitativer Art müssen die Kennzahlen ergänzen, um der Komplexität von Immobilienportfolios gerecht zu werden und Aussagen über künftige Entwicklungen machen zu können. Für die quantitative Vergleichbarkeit von Investitionen und zu Kontrollzwecken sind Kennzahlen allerdings von zentraler Bedeutung.

Der Wert von Kennzahlen misst sich daran, wie präzise die Daten definiert und ermittelt werden. Ein möglichst hoher Verbreitungsgrad, welcher eine genügend grosse Datenbasis gewährleistet, erhöht die Relevanz der gemessenen Daten. Für Vergleiche zwischen verschiedenen Portfolios muss Einigkeit über die Begriffe herrschen, was zum heutigen Zeitpunkt nicht in allen Bereichen gegeben ist. Internationale Organisationen wie das NCREIF²⁶ oder die INREV²⁷ arbeiten an der Vereinheitlichung der Begriffe und der Standards, um zukünftig die Vergleichbarkeit zu gewährleisten.²⁸ In der Schweiz befassen sich Vereine und Verbände wie der SIA (Dokumentationen D0165 und D0213), der VIV/AIA und weitere mit der gleichen Thematik.²⁹

Die in Tabelle 1 gewählte Darstellung vereint quantitative und qualitative Kriterien und ordnet diese einer Strategie zu. Die Eigenkapitalverzinsung (Internal Rate of Return IRR)

²⁴ Vgl. Thomas/Wellner, Portfoliomanagement mithilfe quantitativer Modelle, Köln 2007, Seite 102 und Wellner, Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, 2003, Seiten 25–26

²⁵ Vgl. Bender, Risikomanagement in Immobilienportfolios, Köln 2007, Seiten 272–275 und Wellner, Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, 2003, Seite 16

²⁶ National Council of Real Estate Investment Fiduciaries www.ncreif.com

²⁷ European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles www.inrev.org

²⁸ Vgl. Rottke, Schlump: Strategieentwicklung, Köln 2007, Seite 46

²⁹ SIA, VIV/AIA, IPB, SVIT/USPI, SHEV, VZI, KBOB

und der Fremdkapitalanteil (Leverage) sind die wichtigsten quantitativen Unterscheidungsmerkmale der drei Anlagestile. In der Strategieausrichtung gibt es einen Grundkonsens über die Hauptbegriffe und deren Definition. Es sind dies die bereits in Abbildung 8 verwendeten Klassifizierungen Core, Value-added und Opportunistic. Diese dreistufige Einteilung wird als Beginn einer Klassifizierung angesehen, die mit zunehmend umfangreicherem und präziserem Datenmaterial aus der Immobilienwirtschaft verfeinert wird.³⁰ Durch die qualitative Beschreibung der drei Strategien lässt sich zusammen mit den Kennwerten IRR und Leverage ein zu beurteilendes Immobilienportfolio oder auch ein einzelnes Objekt grob einordnen.

Strategieausrichtung	Core		Non-Core	
Englischer Fachbegriff	Core	Core plus	Value-added Value-enhanced	Opportunistic
Deutsches Synonym	Basis-, Index-, Referenzportfolio	Basis Plus	wertsteigernd	chancengeleitet
Erklärung	Moderates Risiko eingehende Strategie, die die Performance eines langfristigen Referenzindex abbildet	Moderates Risiko eingehende Strategie mit immobilienbezogenem Basis- Risiko-Rendite-Verhältnis, aber mit erhöhtem Finanzierungsrisiko	Erhöhtes Risiko eingehende Strategie durch substantielle Steigerung von (Miet-) Einnahmen und Veräusserungswert	unternehmerische Hochrisiko-Strategie geleitet durch kurzfristig auftretende Chancen
Allgemeine Beschreibung	niedriges Risiko, niedrige Rendite		mittleres Risiko, mittlere Rendite	hohes Risiko, hohe Rendite
Eigenkapitalverzinsung (Prognose)	≤11.5%		>11.5% und <17%	≥17%
Grenzbereich		>10% und <13%		>15.5% und >18.5%
Fremdfinanzierung	≤60%		≥30% und ≤70%	≥60%

Tabelle 1: Strategieausrichtung mit Klassifizierung³¹

Ein Vergleich der Tabelle 1 mit dem Chancen-Risiko-Diagramm in Abbildung 8 macht deutlich, dass in der Zuordnung von IRR und Leverage noch Präzisierungen notwendig sind. Allerdings sind die angegebenen Größenordnungen auch Schwankungen der Kapitalmärkte unterworfen und werden sich somit immer in einem Range bewegen.

Neben den quantitativ messbaren Risiken *Rendite* und *Risiko* sind es vor allem die bereits genannten qualitativen Risiken von Bender (2.2.3 *Risikomanagement bei Immobilieninvestments*), welche für das Immobilien-Portfolio-Management von Bedeutung sind.

³⁰ Vgl. Rottke/Schlump, Strategieentwicklung, Köln 2007, Seiten 49 und 61

³¹ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Rottke/Schlump, Strategieentwicklung, Köln 2007, Seiten 47–49

Für eine Präzisere Beurteilung und Einteilung in die jeweilige Risikoklasse schlagen Rottke und Schlump die in Abbildung 9 dargestellten Kriterien vor. Diese gelten sowohl für Einzelobjekte wie auch für ganze Immobilienportfolios.

- prognostizierte Eigenkapitalverzinsung
- Fondsgrösse (sowohl Anzahl der Investments als auch Anlagevolumen)
- Entscheidungsprozesse
- Einsatz von Fremdkapital
- andere Anlageklassen innerhalb des Portfolios
- typologische Diversifizierung
- geografische Diversifizierung
- Lebenszyklus und Bauzustand
- Besitzstruktur
- Industriediversifizierung
- Mietvertragslaufzeiten
- Vermietungsstand

Abbildung 9: Kriterien zur objektiven Charakterisierung der Strategieausrichtung³²

Um diese Kriterien beurteilen zu können, sind teilweise sehr detaillierte Kenntnisse der Firmenstrukturen und Prozesse notwendig. Auch die Kriterien auf Objektebene bedingen ein vertieftes Wissen und die genaue Analyse sämtlicher Objektdaten. Den Umfang der vorliegenden Arbeit und die Begrenztheit der öffentlich zugänglichen Daten beachtend werden folgende Kriterien ausgewählt:

- prognostizierte Eigenkapitalverzinsung
- Fondsgrösse (sowohl Anzahl der Investments als auch Anlagevolumen)
- Einsatz von Fremdkapital (Leverage)
- typologische Diversifizierung
- geografische Diversifizierung

Erweitert werden diese Kriterien durch die Objekt- und die Marktdimension, welche eine Matrix aufspannen. Diese bildet das Ordnungsfeld für Strategien und Investmentstile. Weitere Qualitative Merkmale wie Drittverwendbarkeit, technische Ausstattung, Ästhetik, usw. bedingen eine vertiefte Analyse auf Objektebene und werden hier nicht berücksichtigt.³³

³² Quelle: Rottke/Schlump, Strategieentwicklung, Köln 2007, Seiten 48 und 49

³³ Vgl. Allendorf/Kurzrock, Portfoliomanagement mithilfe qualitativer Modelle, Köln 2007, Seite 123

3.1.3 Anlagestrategie und Marktumfeld

Das Bestandesportfolio und die vorhandene Anlagestrategie soll nun im Marktumfeld eingeordnet werden um die eigene Position sowie diejenige allfälliger Mitbewerber zu analysieren und daraus Konsequenzen abzuleiten. Die in Tabelle 1 beschriebenen Strategieausrichtungen werden mit Hilfe einer Neun-Felder-Matrix mit der Markt- und Objektrespektive Portfoliodimension in Beziehung gebracht. Das in Abbildung 10 dargestellte Modell erlaubt die Einordnung eines Portfolios in diesem Spannungsfeld und dient als Grundlage für die weiteren strategischen Überlegungen.

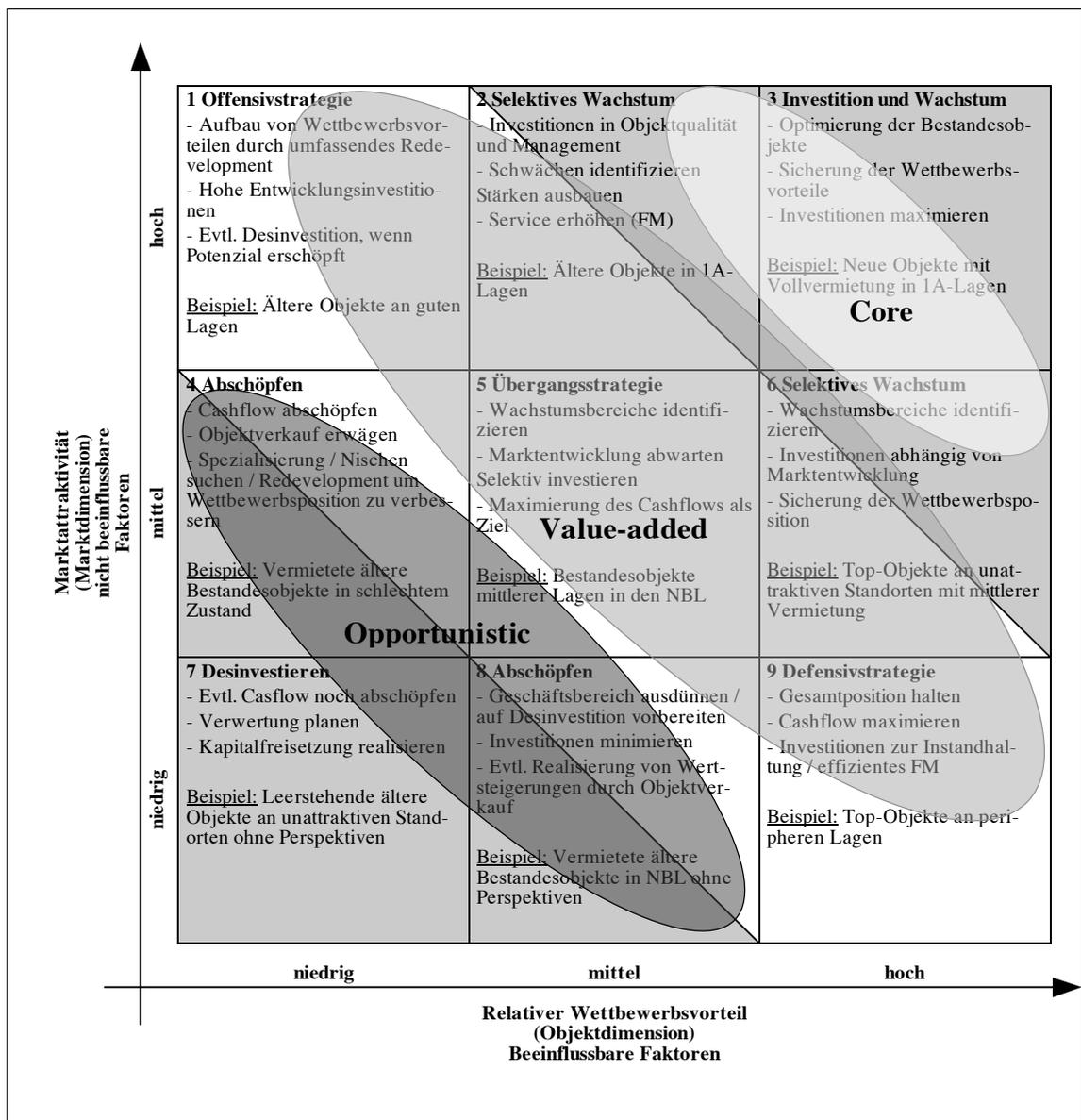


Abbildung 10 Strategische Ausgangslagen und ³⁴

³⁴ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Wellner, Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, 2003, Seite 211; Allendorf/Kurzrock, Portfoliomanagement mithilfe qualitativer Modelle, Köln 2007, Seite 134 und Bone-Winkel, Strategisches Immobilien-Portfoliomanagement, Köln 2005, Seite 499

Die Neun-Felder-Matrix basiert auf der Idee der Marktattraktivitäts- / Wettbewerbsportfolios von McKinsey und kombiniert die Analyse des Unternehmens (Inside-Betrachtung) mit den Umweltbedingungen (Outside-Betrachtung). Wichtig für das Verständnis ist, dass der relative Wettbewerbsvorteil die Objektdimension, also die Position gegenüber der Konkurrenz darstellt und beeinflussbar ist. Dem gegenüber steht die nicht beeinflussbare Marktattraktivität respektive Marktdimension.³⁵

Die Matrix kann zum Multifaktorportfolio ausgebaut werden, indem Ordinate und Abszisse mit einer Skala von 0 bis 100 versehen werden. Die Position von einzelnen Objekten oder Geschäftseinheiten auf der Matrix erfolgt über ein Bewertungssystem und die Anordnung von Kreisen in verschiedener Grösse. Die Kreisgrösse entspricht dem Verkehrswert des einzelnen Objektes. Auch diese Verfeinerung auf Objektebene müsste in einem weiteren Arbeitsschritt erfolgen und ist nicht Gegenstand der Untersuchung.³⁶

Die hier gemachten Betrachtungen zur Analyse von Bestandes-Portfolios erlauben es nun, im folgenden Abschnitt erste Ansätze für ein Zielfolio zu entwickeln.

³⁵ Vgl. Bone-Winkel, Strategisches Immobilien-Portfoliomanagement, Köln 2005, Seite 499

³⁶ Vgl. Bone-Winkel, Strategisches Immobilien-Portfoliomanagement, Köln 2005, Seite 500

3.2 Erste Schritte zum Zielportfolio

Ein Zielportfolio wird auf Grund der Eigenschaften des Bestandeshalters von Immobilien, der aktuellen Einordnung des Portfolios im Markt und einer Analyse der Chancen und Risiken gebildet. Damit wird im zweiten Schritt auf der Basis der Bestandesanalyse die Grundlage zur Umsetzungsstrategie gelegt.

3.2.1 Der Bestandeshalter von Immobilien

Die Ausführungen im Unterabschnitt 3.1.1 *Eigenschaften eines Bestandeshalters* haben gezeigt, dass dessen Handlungen einen vielfältigen Hintergrund haben. Die Geschichte einer Immobilienfirma ist die Geschichte der Entscheidungsträger, welche die Weichen in der Vergangenheit gestellt haben und in Zukunft stellen werden.

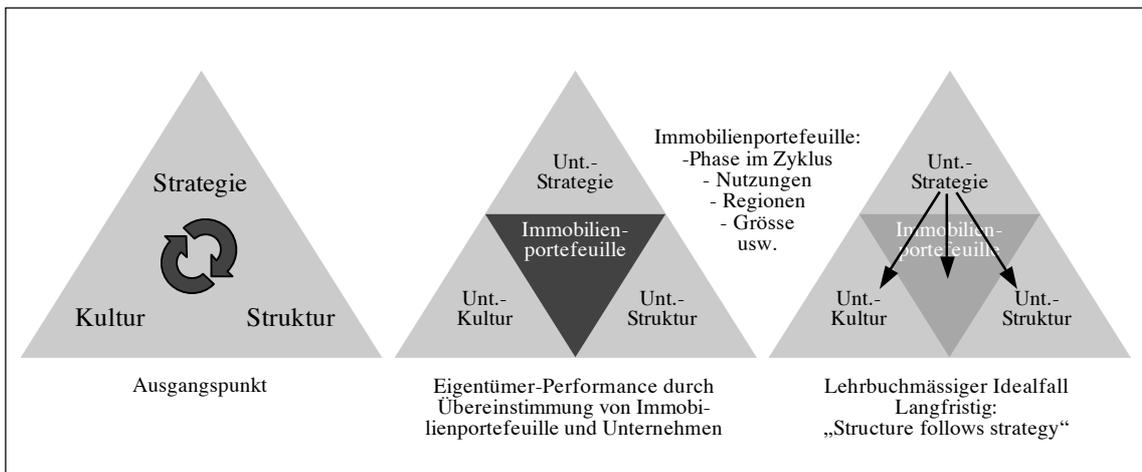


Abbildung 11: Best-Owner Principle³⁷

Das integrative Managementmodell Best-Owner Principle[®] von CUREM³⁸ stellt die Performance des Immobilien-Eigentümers ins Zentrum. Die Performance ist dann optimal, wenn Unternehmens-Strategie, Unternehmens-Struktur, Unternehmens-Kultur und Immobilienbestand miteinander in Einklang stehen. In Abbildung 11 ist das Modell dargestellt. Die gleichschenkligen Dreiecke versinnbildlichen die Wichtigkeit von Strategie, Struktur und Kultur und deren Übereinstimmung mit dem Immobilienportfolio. Auch dieser „Dreiklang“ eines Unternehmens ist den Veränderungen über die Zeit unterworfen und muss deshalb in einem Kreislaufprozess laufend angepasst werden.

Der lehrbuchmässige Idealfall *Structure follows strategy* ist in der Praxis schwer zu erreichen, weshalb es in den meisten Fällen kurz- und mittelfristig ein „Strategy follows structure“ sein wird. Um dem Best-Owner Principle nachzuleben schlägt das Modell für die Umsetzung einfache Handlungsmöglichkeiten vor (Abbildung 12).

³⁷ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Loepfe, CUREM-Ansatz, Zürich 2007, Seiten 27-30

³⁸ CUREM, Center for Urban & Real Estate Management, Zürich

- Kaufen von Liegenschaften, für welche man „Best Owner“ ist
- Verkaufen von Liegenschaften, für welche man nicht „Best Owner“ ist
- Allenfalls „Best Owner“ - Qualitäten entwickeln
- Indirekte Anlagen von „Best Ownern“ halten

Abbildung 12: Handlungsprinzipien Best-Owner³⁹

Best Owner eines Objektes ist im Übrigen, wer den dazugehörenden Markt (Nutzungsart, Standort), die Anforderungen und Wünsche der Mieter in diesem Markt und die Liegenschaft (Objekteigenschaften) kennt und versteht. Das gilt für einzelne Objekte aber auch für Portfoliocluster (Teilportfolios) oder ganze Portfolios. Ein Halter von Immobilienbeständen, der spezialisiert ist auf den Büromarkt, sollte beispielsweise keine Hotels im Portfolio haben; es sei denn, das Halten von Objekten in diesem Bereich gehöre zur Unternehmensstrategie und er baut das Know-how in diesem Spezialgebiet auf, entwickelt somit „Best Owner“-Qualitäten.

Die Beurteilung eines Bestandeshalters von Immobilien wird davon abhängen, in welcher Detaillierungstiefe Informationen erhältlich sind. Im folgenden eine nicht abschliessende Aufzählung einiger Kriterien zur Beurteilung der Eigenschaften:

- Geschichte der Firma
- Anlagemotive
- Risikoeinstellungen
- Organigramme
- Funktionsbeschriebe und Pflichtenhefte
- Curriculum und Persönlichkeitsprofile der Entscheidungsträger
- Mitarbeiterstruktur und Ausbildungsstand der Fach- und Schlüsselkompetenzen
- Fähigkeit des vernetzten und interdisziplinären Denkens der Mitarbeiter

Ein Bestandeshalter muss, ähnlich einem Projektentwickler, permanent Zukunfts-, Trend- und Marktforschung betreiben;⁴⁰ Wie werde ich besser als meine Mitbewerber? Der Verfasser sieht hier Parallelen zur Projektentwicklung; Das Immobilien-Portfoliomanagement als permanente „Projektentwicklung“, als Portfolioentwicklung.

Es stellt sich auch die Frage der Konsequenzen nach Personalwechseln; Heisst Veränderung im Management auch Veränderung in der Strategie/der Firmeneigenschaften? Gibt es allenfalls einen Paradigmenwechsel? Wie ist die Kontinuität im Management gewährleistet? Die umfassende Beurteilung eines Bestandeshalters wird, auf Grund nicht verfügbarer Insiderinformationen als Aussenstehender, als schwierig eingestuft.

³⁹ Quelle: Loepfe, CUREM-Ansatz, Zürich 2007, Seite 32

⁴⁰ Vgl. Mettler, Projektentwicklung am Beispiel der Halter AG, Zürich 2008, Seite 16

3.2.2 Charakter und Merkmale eines Zielfportfolios

Die Definition der Merkmale eines Zielfportfolios hat wiederum einen sehr engen Zusammenhang mit den Eigenschaften des Bestandeshalters respektive mit dem Eigentümer eines Immobilienportfolios. Es stellt sich die Frage, in welche Richtung das Portfolio entwickelt werden soll. Wird ein Core-, Value-added- oder Opportunistic-Risikoprofil angestrebt? Oder eher eine Berücksichtigung aller Investmentstile mit einer ausgewogenen Verteilung? Abbildung 13 zeigt eine Auswahl von Strategien in der bereits bekannten Neun-Felder-Matrix. Basierend auf dieser Darstellung definieren Allendorf und Kurzrock drei Normstrategien für die Massnahmenplanung:

- Investitions- und Wachstumsstrategien für Positionen mit jeweils mittlerer bis hoher Marktattraktivität und relativen Wettbewerbsvorteilen (Abbildung 13, rechts oben, hellgrau),
- selektive Strategien für Positionen auf der Diagonalen von links oben nach rechts unten (Abbildung 13, von links oben bis rechts unten, weisse Felder),
- Abschöpfungs-, Devestitions- und Revitalisierungsstrategien für Positionen mit jeweils geringer bis mittlerer Marktattraktivität und Wettbewerbsstärke (Abbildung 13, links unten, dunkelgrau).

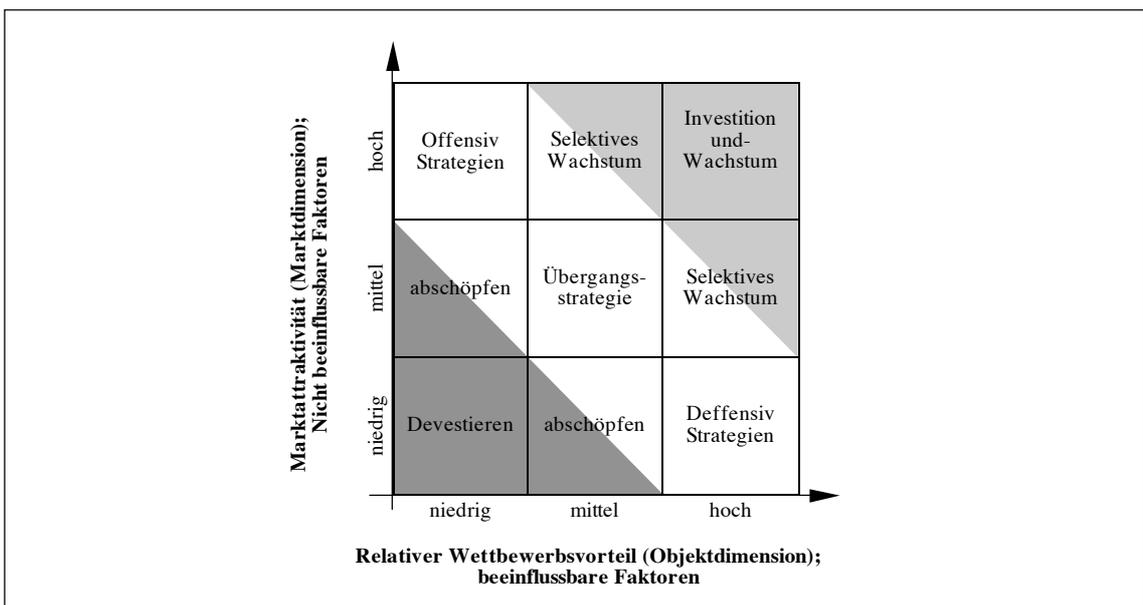


Abbildung 13: Neun-Felder-Matrix mit Normstrategien⁴¹

Die Autoren gehen noch weiter und geben in Tabellen die Einschätzungen zu Situation, Ziel, Aktionen, Ausschüttungsrendite, Wertentwicklung, Risiko, ökonomischem Horizont

⁴¹ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Wellner, Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, 2003, Seite 211; Allendorf/Kurzrock, Portfoliomanagement mithilfe qualitativer Modelle, Köln 2007, Seite 134 und Lombriser/Abplanalp, Strategisches Management, Zürich 2005, Seite 213

und der Bedeutung der einzelnen Strategien an und kommentieren deren Beitrag zugunsten eines Immobilienportfolios.

Lombriser und Abplanalp teilen die Neun-Felder-Matrix diagonal in zwei Hälften auf: in eine Zone der Mittelbindung (Abbildung 14, rechts oben, weisses Dreieck) und eine Zone der Mittelfreisetzung (Abbildung 14, links unten, graues Dreieck). Sie orten aber auch Nachteile in dieser Darstellung. Die Verdichtung auf die zwei Matrixdimensionen mit der Gefahr von Subjektivität, die eventuelle Vortäuschung von Objektivität und Genauigkeit und die Einengung des Suchraumes für alternative Strategien (mit Blick auf das breite Spektrum möglicher Umweltentwicklungen) durch die Punktposition von Einzelobjekten oder ganzen Immobilienportfolios werden bemängelt.⁴²

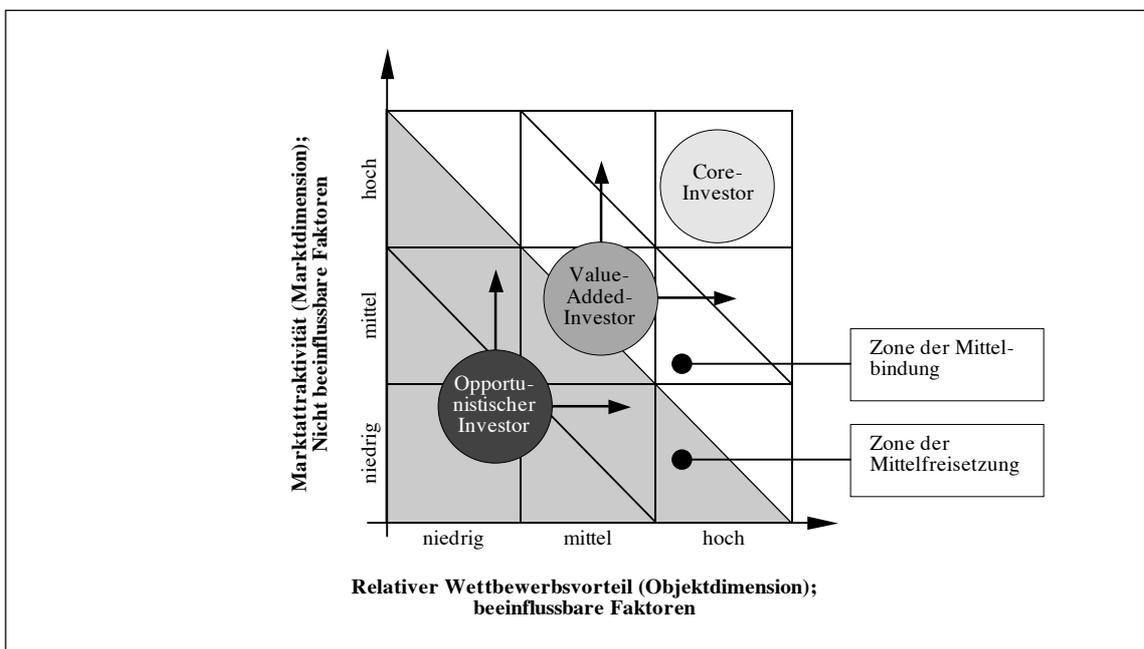


Abbildung 14: Zielpportfolios in Abhängigkeit der Investmentstile⁴³

Diese Kritikpunkte sind berechtigt, werden doch hier qualitative Aspekte quantifiziert, was Scheingenaugkeiten evoziert welche laufend hinterfragt und gegebenenfalls korrigiert werden müssen.

Ein Zielpportfolio zeichnet sich in erster Linie durch die Risikoneigung und die Renditeerwartungen des Eigentümers aus. Dazu kommt der zeitliche Horizont für das finanzielle Engagement. Auf der Basis dieser Angaben kann der Investmentstil und die Zusammensetzung des Portfolios abgeleitet werden. Es ist anzunehmen, dass mit Blick auf die Normstrategien von Allendorf und Kurzrock ein Zielpportfolio verschiedene Bereiche abdecken sollte. Hier öffnet sich ein weites Feld von möglichen Varianten, in welchen ein

⁴² Vgl. Lombriser/Abplanalp, Strategisches Management, Zürich 2005, Seiten 211 bis 213

⁴³ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Wellner, Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, 2003, Seite 211 und Allendorf/Kurzrock, Portfoliomanagement mithilfe qualitativer Modelle, Köln 2007, Seite 139

Portfolio anteilmässig in Core-, Value-added- und Opportunistic-Investments aufgeteilt werden kann und Objekte sowohl in der Zone der Mittelbindung als auch in der Zone der Mittelfreisetzung gehalten werden sollten. Weiter sind die Portfoliogrösse, die Verteilung nach Standorten und Nutzungsarten und der Zeithorizont des Immobilieninvestments massgebliche Definitionsgrössen. Auf Objektebene bilden die Objekteigenschaften zusätzliche Charaktermerkmale.

3.2.3 Die Strategische Analyse

Am Anfang einer strategischen Analyse muss die Formulierung eines Zieles stehen; Was ist der Soll-Zustand? In dieser Arbeit heisst das Ziel *umsetzbares Zielpportfolio* (unter Berücksichtigung des Bestandes). Um den Begriff „Ziel“ zu erklären, gibt es verschiedene Möglichkeiten. Wiegand definiert Ziele wie folgt:⁴⁴

- Massnahme: Handlung, um Ziele zu erreichen (z.B. Reduktion des Ausbaustandards)
- Sachziel: Zielrichtung und Zielpunkt (z.B. 3 Mio. einsparen)
- Formalziel: Zielkontinuum (z.B. möglichst niedrige Investitionskosten)

Für die vorliegende Arbeit sind Formalziele relevant. Sie geben die Richtung des erstrebenswerten Zustandes an und erlauben eine differenzierte Messung des Erreichungsgrades.

Die SWOT-Analyse, dargestellt in einer Matrix, verbindet die Stärken (**Strengths**) und Schwächen (**Weakness**) eines Unternehmens mit dessen Chancen (**Opportunities**) und Gefahren (**Threats**). Sie ist ein gutes Werkzeug für die Entwicklung von Strategien. In einem ersten Schritt werden vertikal die wichtigsten Stärken und Schwächen und horizontal die wichtigsten Chancen und Gefahren aufgelistet. Im zweiten Schritt wird an den Schnittstellen der vier Felder nach Kombinationen gesucht, welche die Formulierung sinnvoller Strategieoptionen ermöglicht. Auf diese Weise entstehen die im Zentrum der Matrix abgebildeten SO-, ST-, WO- und WT-Strategien (Abbildung 15).

Die Entwicklung dieser Strategieoptionen ist der Kernpunkt der Analyse und gleichzeitig die Ausgangslage für die Strategieumsetzung. Als Kritikpunkte der SWOT-Analyse werden die fehlende Kombinationsmöglichkeit der Unternehmens- (Stärken/Schwächen) und Umweltfaktoren (Chancen/Gefahren) und die Vernachlässigung der Abhängigkeiten der Strategieoptionen angeführt. Die logische Verbindung zwischen Umwelt- (Marktdimension) und Unternehmensanalyse (Objektdimension) und die Möglichkeit, daraus Strategiealternativen zu entwickeln, wiegen allerdings die Nachteile bei weitem auf.⁴⁵ Ausserdem kann während der Formulierung der Stärken/Schwächen respektive Chancen/Gefahren auf

⁴⁴ Vgl. Wiegand, Handbuch Planungserfolg, Seite 380

⁴⁵ Vgl. Lombriser/Abplanalp, Strategisches Management, Zürich 2005, Seiten 197 und 199

Kombinationsmöglichkeiten untereinander geachtet werden. Das gilt auch für die Bildung der Strategieoptionen und deren möglichen gegenseitigen Abhängigkeiten.

Umwelt- faktoren (Zukunft) Unternehmens- faktoren (Gegenwart)	Opportunities (Chancen) A Performance - B Immobilienanlagestrategie - C Organisation -	Threats (Gefahren) A Performance - B Immobilienanlagestrategie - C Organisation -
Strengths (Stärken) A Performance - B Immobilienanlagestrategie - C Organisation -	SO-Strategien Nutzen die internen Stärken zur Realisierung externer Chancen (Idealfall). A Performance B Immobilienanlagestrategie C Organisation	ST-Strategien Nutzen der internen Stärken, um externe Gefahren zu reduzieren oder zu umgehen. A Performance B Immobilienanlagestrategie C Organisation
Weakness (Schwächen) A Performance - B Immobilienanlagestrategie - C Organisation -	WO-Strategien Abbau interne Schwächen/ Aufbau fehlende Stärken um externe Chancen wahrzunehmen (Personalentwicklung, Kooperation mit anderen Unternehmen). A Performance B Immobilienanlagestrategie C Organisation	WT-Strategien Abbau interner Schwächen und Vermeidung von Gefahren. A Performance B Immobilienanlagestrategie C Organisation

Abbildung 15: SWOT-Matrix mit vier Strategietypen⁴⁶

Im Spannungsfeld von Markt respektive Märkten und Objekt respektive Objekten soll nun im nächsten Abschnitt eine Strategie in Richtung Zielpportfolio entwickelt und umgesetzt werden. Das geschieht mit Hilfe von drei verschiedenartigen theoretischen Zielpportfolios. Diese dienen als Vergleich und zur Einordnung von realen Immobilienportfolios.

Wie unter 3.1 *Analyse von Bestandes-Portfolios* sind auch bei der Umsetzung der Strategie die Eigenschaften der Entscheidungsträger des Bestandeshalters von grosser Bedeutung.

⁴⁶ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Lombriser/Abplanalp, Strategisches Management, Zürich 2005, Seite 198 und Diener et. al., Überprüfung des Immobilien Investment Managements der MPK, 2008, Seiten 17-26

3.3 Eine Strategie zum Zielportfolio

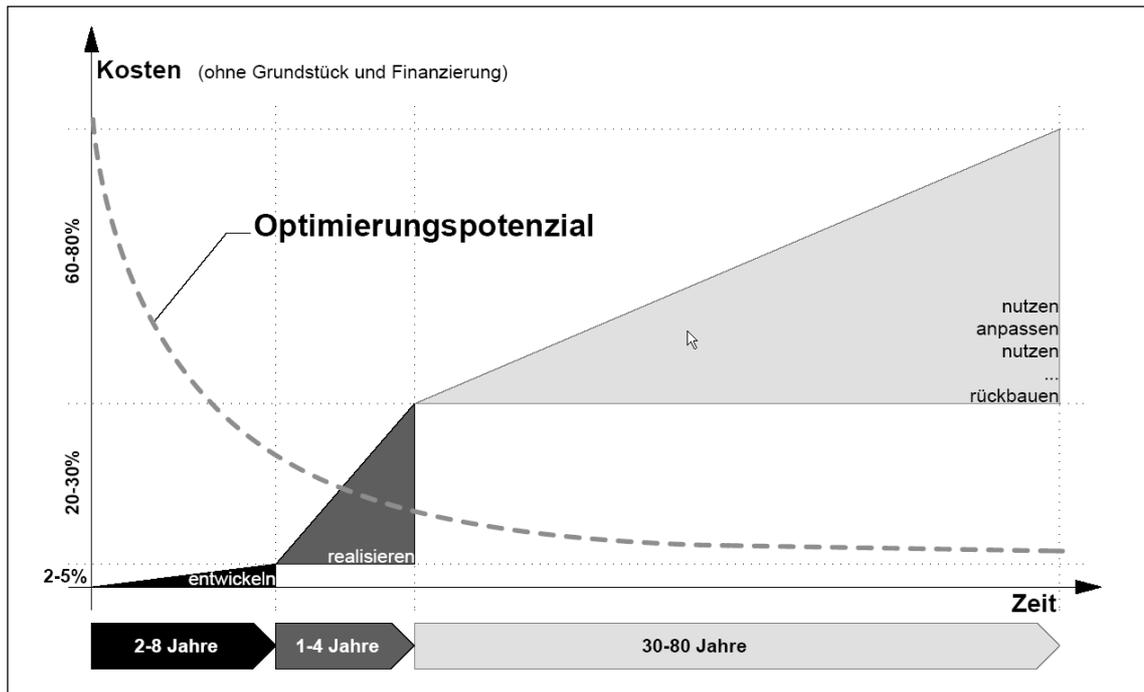
Die Synthese aus Analyse und Zieldefinition führt im dritten Schritt zur Bildung eines Zielportfolios. Mit der Erstellung von drei Ziel- oder Musterportfolios soll eine Vergleichsmöglichkeit zur Einordnung bestehender Immobilienbestände geschaffen werden. Es ist die Frage zu beantworten, was das Zielportfolio ist und wie es beschrieben wird.

3.3.1 Ideale Anlagestrategie

Die Formulierung *ideale Anlagestrategie* ist, wie das Adjektiv *ideal* bereits ausdrückt, etwas euphorisch und muss relativiert werden. Zum einen ist *ideal* immer eine Frage vom Standpunkt des Betrachters und hat eine stark subjektive Komponente. Zum anderen ist eine Anlagestrategie starken Einflüssen über die Zeit unterworfen. Ein kontinuierlicher Prozess verändert die Märkte, die Objekte, die Anforderungen an den Bestandeshalter und die Strategien des Eigentümers. Das Zielportfolio verändert sich also laufend. Insofern sind ideale Anlagestrategien und Musterportfolios immer eine Momentaufnahme. Die Anpassungen erfolgen aufgrund der Trägheit von Immobilien in Zeiträumen, die in Jahren gemessen werden sollten. Ausdruck dieser kontinuierlichen Veränderungen ist der in Abbildung 6 Dargestellte Immobilien-Portfolio-Management-Prozess. Die Pfeile verdeutlichen den Kreislaufcharakter des Prozesses; Iterativ, also mit schrittweiser Annäherung, soll in Richtung Zielportfolio gearbeitet werden.

Unter Nachhaltigkeitsaspekten und mit einer langfristigen Perspektive ist es wichtig, Immobilien in einem ausgewogenen Verhältnis in verschiedenen Zuständen zu besitzen. Der Grund ist in den Zyklen sowohl der einzelnen Objekte wie auch der Märkte und dem wirtschaftlichen Umfeld zu suchen. Deutlich wird dies am Beispiel des Lebenszyklus eines Gebäudes. Am Anfang, das heisst in der Entwicklungsphase; sind die Kosten tief, es werden aber auch keine Erträge generiert. Nebenbei bemerkt ist aus Sicht der Projektentwicklung das Optimierungspotenzial hier am höchsten, was eine weitere Parallele zur strategischen Planung darstellt; hohe Entscheidungsfreiheit bei relativ tiefen Kosten.

Mit der Realisierung steigen die Kosten massiv an, aber es fliessen immer noch keine Erträge. Das ändert sich erst mit dem Bezug und der Nutzung des Objektes und den einsetzenden Mieterträgen (Abbildung 16). Weil diese Prozesse über Jahre laufen ist offensichtlich, dass nicht zu viele Objekte gleichzeitig in der Entwicklungs- und Realisierungsphase stecken sollten, wo sie Kosten verursachen und keine Erträge erzielen. Übertragen auf die Portfolioebene und erweitert um die Aspekte Markt und wirtschaftliches Umfeld heisst das, dass ein ausgewogenes Verhältnis von Objektzuständen, Marktreife (auch lokale oder regionale Märkte in Boom- oder Niedergangsphasen) und Wirtschaftslagen angestrebt

Abbildung 16: Kosten Lebenszyklus mit Optimierungspotenzial⁴⁷

werden sollte. Auf diese Weise lassen sich bei gleichen oder höheren Renditen die Risiken minimieren. Siehe auch unter 2.2.3 *Risikomanagement bei Immobilieninvestments* (Abbildung 4 Diversifikationsmöglichkeiten).

„Unser Soll-Portfolio soll eine optimale Kombination von Kapital freisetzenden und Kapital bindenden strategischen Geschäftsfeldern enthalten. [...]“.⁴⁸

3.3.2 Portfolioentwicklung

Die Idee der Musterportfolios ist, ein rascher Vergleich realer Portfolios oder Portfoliocluster mit den drei standardisierten Portfolios auf der Basis von quantitativen und qualitativen Überlegungen zu ermöglichen. Die Portfolios sollen möglichst unterschiedlich sein und sich in ihren Merkmalen stark unterscheiden, damit der Vergleich mit einem realen Portfolio eindeutig ausfällt und eine klare Zuordnung möglich ist. Der Vergleich und die Zuordnung sollen helfen, zusammen mit den Investmentstilen der Neun-Felder-Matrix und der SWOT-Analyse, ein Portfolio laufend zu beurteilen und die Position im Markt zu überprüfen.

Ein innovativer Bestandeshalter könnte mit dieser Methode zum Beispiel ein neues Produkt mit ungewöhnlichen Objekten bilden (Bergbahnen, Kiesgruben, Wald, Naturreservate, Parks, Privatisierte Schulen, Schlösser, ...?), den Cluster dem ähnlichsten Portfolio zuzuordnen und die Marktposition im Vergleich mit der Konkurrenz bestimmen. Dieses Vor-

⁴⁷ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Steiner, www.steiner.ch, Abrufdatum 13.08.2008 (Steiner-Gruppe, Strategie) und Weber, *Instandhaltung und Instandsetzung*, Zürich 2007, Seiten 10–13

⁴⁸ Lombriser/Abplanalp, *Strategisches Management*, Zürich 2005, Seite 203

gehen erlaubt Gedanken und Ideen „quick and dirty“ einzuordnen und einer ersten Prüfung zu unterziehen. Das funktioniert selbstverständlich auch mit weniger exotischen Objekten.

Als Hilfe zur Bildung der Musterportfolios ist in Abbildung 17 der Zusammenhang zwischen Marktattraktivität/Objektqualität und den drei Investment Stilen Core, Value-added und Opportunistic noch einmal dargestellt. Eine steigende Marktattraktivität und Objektqualität führen zu einem Core-Investment, in umgekehrter Richtung zu einem Opportunistic-Investment. Allendorf und Kurzrock ergänzen mit dieser Darstellung die Risikodefinitionen Marktattraktivität und Objektqualität mit dem Fremdkapital (Leverage) als einem weiteren wichtigen Risikomerkmale. In ihren Ausführungen nennen die Autoren als Beispiel für die Relevanz des Fremdkapitals die Möglichkeit, dass ein Core-Investment mit einem hohen Leverage zu einem Opportunistic-Investment „gepusht“ werden kann.⁴⁹

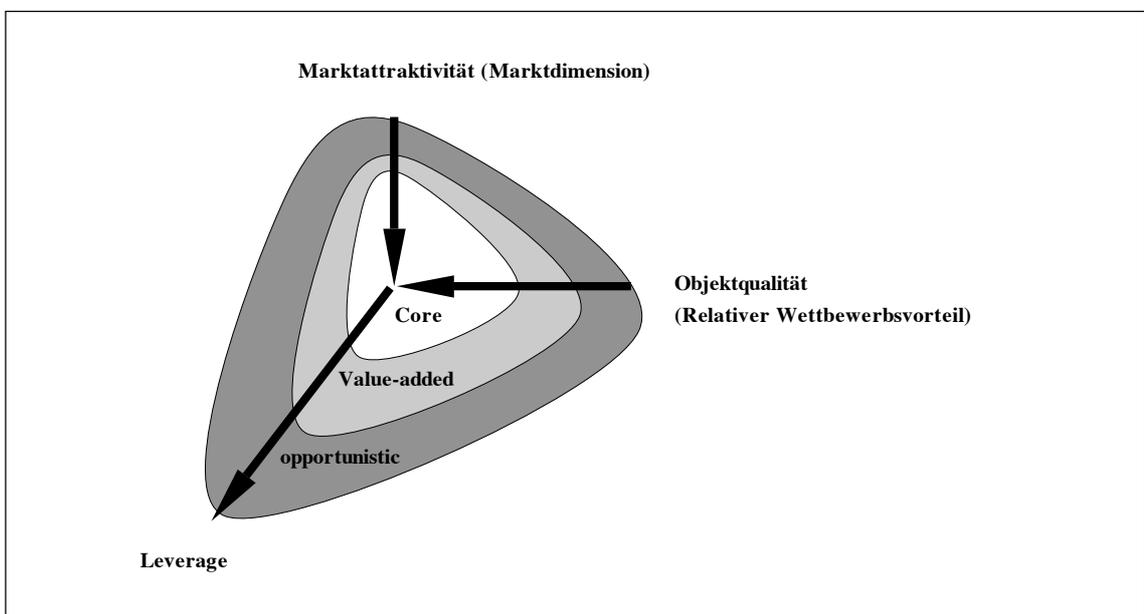


Abbildung 17: Ausprägungen unterschiedlicher Risikoprofile⁵⁰

Es werden nun drei Portfolios unterschiedlicher Größe zusammengestellt. Die Portfolios charakterisieren sich durch die Art des Investments, den Zeithorizont, das Risikoverhalten, die Investmentstile, die effektive Portfoliogröße bezüglich Anzahl und Wert der Objekte und die Diversifikationsmöglichkeiten (die Standortverteilung, die Nutzungsarten, die auf Portfolioebene aggregierten Objekteigenschaften).

- **Art des Investments:** Alle drei Portfolios haben nur direkt gehaltene Objekte (Single-Asset-Portfolios).

⁴⁹ Vgl. Allendorf/Kurzrock, Portfoliomanagement mithilfe qualitativer Modelle, Köln 2007, Seite 133

⁵⁰ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Allendorf/Kurzrock, Portfoliomanagement mithilfe qualitativer Modelle, Köln 2007, Seite 133

-
- **Anlagehorizont:** Alle drei Portfolios halten ihre Objekte grundsätzlich langfristig (buy and hold). Ob im Zusammenhang mit den risikoreicheren Investmentstilen buy and sell Engagements eingegangen werden, wird nicht näher beschrieben.
 - **Risikoverhalten:** Es werden drei Risikograde unterschieden mit der Annahme, dass mit grösserem Investitionsvolumen die Risikobereitschaft steigt respektive mehr Möglichkeiten für Versuche vorhanden sind.
 - **Investmentstile:** Entsprechend dem Risikoverhalten der drei Bestandeshalter werden die Investmentstile verteilt. Das kleine, Risiko averse Portfolio A hat praktisch nur Core-Investments, das grosse, Risiko bereitere Portfolio C hingegen hält auch 40% Value-added respektive Opportunistic Investments.
 - **Portfoliogrösse:** Diese folgt dem Schema *klein, mittel, gross*. Es ist offensichtlich, dass gerade dieses Kriterium eine Frage des Standpunktes des Betrachters ist. Die Anzahl und der Wert der Objekte kann sehr stark variieren.
 - **Diversifikation nach Standorten:** Auch hier folgt die Verteilung der Annahme, dass ein grösseres Investitionsvolumen mehr Möglichkeiten zulässt und das entsprechende Know-how vorhanden ist.
 - **Diversifikation nach Nutzungsarten:** Hier gilt das Gleiche wie bei der Diversifikation nach Standorten; höheres Investitionsvolumen bringt erweiterte Möglichkeiten.
 - **Diversifikation nach Objekteigenschaften:** Diese setzen eine detaillierte Analyse auf Objektebene voraus und werden für die Bildung der Portfolios nicht berücksichtigt.

Das Resultat dieser Überlegungen und Annahmen ist in der Tabelle zwei als Übersicht zusammengestellt. Es liegt in der Natur der Sache, dass der getroffenen Kriterienauswahl und deren zahlenmässigen Aufteilung eine starke subjektive Komponente anhaftet. Die Plausibilisierung durch einen grösseren Kreis von Fachleuten beispielsweise würde eine Verbesserung bringen und das Resultat breiter abstützen.

Für Beratungsunternehmen wie Wüest und Partner, Zürich oder die Investment Property Databank (IPD), London, wären die Bildung von solchen Musterportfolios durch Auswertung von Daten existierender Portfolios vermutlich kein Problem. Ein solches Vorgehen birgt allerdings wieder die Gefahr der Zahlenlastigkeit.

		Portfolio A (klein)	Portfolio B (mittel)	Portfolio C (gross)
Art des Investments		Direkt gehalten	Direkt gehalten	Direkt gehalten
Anlagehorizont	Annahme: stabile Cash-Flows	Langfristig	Langfristig	Langfristig
Risikoverhalten (subjektiv)	Annahme: mit zunehmendem Investitions- volumen risikobereiter, weil besser diversifi- ziert ⁵¹	Risiko avers	Indifferent	Risikobereit
Investmentstile		Portfolioanteil: 90% Core	Portfolioanteil: 75%	Portfolioanteil: 60% Core
Core / Core+	Leverage 0-50% Return 5-10%	10% Value-added	20% Value-added	30% Value-added
Value-added	Leverage 60-75% Return 11-14%	0% Opportunistic	5% Opportunistic	10% Opportunistic
Opportunistic	Leverage > 80% Return > 15%			
Portfoliogrösse				
Anzahl Objekte		ca. 50	ca. 100	> 100
Wert aller Objekte		≤ 1 Mia.	1 bis 2 Mia.	≥ 2 Mia.
Durchschnittswert	eines Objektes	ca. 20 Mio.	ca. 20 Mio.	ca. 20 Mio.
Diversifikation:				
Standorte				
Lokal		(-)	(-)	(-)
Regional		(-)	(-)	(-)
National		80%	40%	30%
International 1	Europa	20%	60%	30%
International 2	Global	-	-	40%
Nutzungsarten				
Büro		30%	30%	25%
Handel		10%	20%	20%
Industrie		-	10%	20%
Wohnen		60%	40%	15%
Verschiedenes	z.B. Logistik	-	-	10%
Objekteigen- schaften				
Aggregiert auf Portfolio- ebene (Durchschnitts- werte)				
Gemeinderating	- 1 bis 1.5	-	-	-
Objektgrösse	- Durchschnitt	-	-	-
Baujahr	- vor 1950	-	-	-
	- 1950 bis 1980	-	-	-
	- nach 1980	-	-	-
Baustandard	- tief	-	-	-
	- mittel	-	-	-
	- hoch	-	-	-
Nicht saniert seit	- > 20 Jahren	-	-	-

Tabelle 2: Zielpportfolios⁵²

Für den Vergleich mit einem bestehenden oder neu gebildeten Portfolio müssen nun einige Fragen beantwortet werden:

- Lässt sich das Ist-/Neuportfolio zuordnen?
- Welches Musterportfolio kommt dem Ist-/Neuportfolio am nächsten?
- Mit welcher Strategie könnte dieses Ist-/Neuportfolio an das ausgewählte Zielpportfolio herangeführt werden?

⁵¹ Obwohl das tatsächliche Risiko bei zunehmender Diversifikation sinkt

⁵² Quelle: Eigene Darstellung

- Macht eine Transformation überhaupt Sinn?
- Welche Massnahmen sind realistisch und mit welchem Zeithorizont?

Unter 3.2.1 *Der Bestandeshalter* wurde das Immobilien-Portfolio-Management als eine nie endende „Projektentwicklung“, als Portfolioentwicklung bezeichnet und die permanente Zukunfts-, Trend- und Marktforschung propagiert. Damit wird die bis jetzt noch nicht behandelte Thematik der Konkurrenz und deren Einfluss auf das Portfolio angesprochen; Wie werde ich besser als alle Anderen, besser als meine Mitbewerber? Im Folgenden eine nicht abschliessende Auflistung von Vorschlägen des Verfassers zur Erzielung von Vorteilen gegenüber Mitbewerbern:

Ich erziele Konkurrenzvorteile

- indem ich mein Portfolio genau kenne; bis auf Stufe Objekt, bis auf Stufe der Mieter
- indem ich den Markt und die Konkurrenz genau beobachte und kenne
- indem ich das Unmögliche denke, ausspreche und diskutiere
- indem ich innovativer bin als die Konkurrenz
- indem ich neue Märkte und Marktlücken aufspüre und erkenne
- indem ich schneller bin als die Konkurrenz und dadurch Zeitvorsprünge schaffe
- indem ich permanent Swot-Analysen betreibe
- durch systemisches und vernetztes Denken

Wie in der Projektentwicklung sind auch in der Portfolioentwicklung die Unterschiede des *aktiven Managements* im Vergleich zum *Index tracking* in solchen Verhaltensweisen zu suchen.⁵³

Als Zusammenfassung der Erkenntnisse dieses Abschnitts wird versucht, in einer These das Zielportfolio zu definieren (Abbildung 18).

These:

Das „Zielportfolio“ ist ein langfristiger, permanenter Prozess der Bündelung quantitativer und qualitativer Merkmale, bestehend aus einem Ist-Portfolio, kombiniert mit der Unternehmensstrategie unter Berücksichtigung der Eigenschaften des Bestandeshalters, der Wirtschaftslage, der Marktentwicklung und der Konkurrenz.

Abbildung 18: These Zielportfolio⁵⁴

⁵³ Vgl. Thomas/Piazolo, Performancemessung und Benchmarking, Köln 2007, Seite 209

⁵⁴ Quelle: These des Verfassers

3.4 Fazit

Kapitel Drei hatte die *Ableitung von umsetzbaren Zielfportfolios* zum Inhalt. Auffallend ist, dass immer wieder der Faktor Mensch auftaucht. Es scheint, dass in unserer Welt, welche beherrscht wird von den scheinbar präzisen Fakten und Zahlen, der Mensch mit seinen mehr oder weniger rationalen Entscheidungen als Störfaktor auftritt und Einfluss nimmt; Auf Objektebene, bei Entscheidungen über ganze Portfolios aber auch als Massenphänomen bei der Beeinflussung der Märkte.

Nach den Erfahrungen des Verfassers werden Entscheidungen eher auf der Basis von Fakten, sprich Zahlen, gefällt als auf Grund von beschreibenden Analysen und Einschätzungen. Die Folge ist, dass alle Marktteilnehmer (Entscheidungsträger) auf der Basis der gleichen, vergangenheitsbezogenen Daten ihre Entscheidungen fällen. Da alle mit denselben Zahlen arbeiten und schauen, was die Konkurrenz tut, machen am Ende auch alle das gleiche. Verstärkt werden diese Mechanismen durch die mathematischen Modelle und Rechenprogramme, welche auch von allen benutzt werden. Das Resultat ist eine Art „*Markt tracking*“, was für den einzelnen Teilnehmer im besten Fall durchschnittliche Renditen erzeugt (Index tracking). Paradoxerweise werden trotz aller Zahlenorientierung oft irrationale Entscheide getroffen, nicht zuletzt wegen des gut funktionierenden Herdentriebes, und diese Entscheide werden dann mit dem vorhandenen historischen Zahlenmaterial begründet.⁵⁵

„Doch Anleger sind auch nur Menschen. Und menschlich ist, nicht jede Entscheidung im Kopf zu treffen, sondern auch mal [oder häufig?] dem Bauch zu folgen. Oder der Meute. Dann werfen sie – Herdeninstinkt gesteuert – von einer Sekunde zur nächsten ihre bisherigen Ansichten über den Haufen.“⁵⁶

Es sei hier noch einmal auf die unter 3.1.1 *Eigenschaften eines Bestandeshalters* bereits erwähnte *Behavioral Real Estate* verwiesen. Diese Vorgänge können täglich an der Börse studiert werden. Die gleichen Verhaltensmuster wie bei Aktien, Rohstoffen und weiteren gut handelbaren Gütern sind, in abgeschwächter Form, auch bei den Immobilienmärkten erkennbar.

Im vierten Kapitel werden die bisherigen Erkenntnisse am Portfolio einer realen Immobilien-Aktiengesellschaft überprüft. Die Gesellschaftsform der Aktiengesellschaft wurde gewählt, weil sie keinen gesetzlichen Beschränkungen bezüglich Finanzierung und Anlagemöglichkeiten unterworfen ist.⁵⁷

⁵⁵ Vgl. Hasler, *Zerzauste Seelen, die Börse zeigt, was Menschen lenkt. Nicht Vernunft*, Aarau 2008

⁵⁶ Hasler, *Zerzauste Seelen, die Börse zeigt, was Menschen lenkt. Nicht Vernunft*, Aarau 2008

⁵⁷ Vgl. Rottke/Schlump, *Strategieentwicklung*, Köln 2007, Seite 58

4 Anwendung unter Berücksichtigung des Bestandes

Im Kapitel vier sollen die Aussagen und Annahmen der vorangegangenen Kapitel an einer realen Immobilienfirma überprüft werden. Mit Hilfe von öffentlich zugänglichen Daten wird das Porträt einer Firma erstellt und eine Bestandesanalyse mit qualitativem Fokus vorgenommen. Das Resultat dieser Analyse bildet die Grundlage für die Definition eines möglichen Zielportfolios und die Ausarbeitung einer Umsetzungsstrategie, welche im anschließenden Kommentar gespiegelt wird. Anzumerken ist, dass für die in diesem Kapitel gemachten immobilienpezifischen Betrachtungen die Optik der Immobilienfirma eingenommen wird und nicht diejenige der Investoren am Aktienmarkt.

4.1 Bestandesanalyse

Die im Mai 1999 gegründete Immobilien-Investmentgesellschaft Swiss Prime Site AG (SPS) ist eine börsennotierte Aktiengesellschaft mit Sitz in Olten, Kanton Solothurn. Der Investmentfokus liegt bei Geschäftsliegenschaften an erstklassigen Lagen in schweizerischen Wirtschaftsräumen. Abbildung 19 zeigt das Modell des Prime Tower, Zürich, welcher als Sinnbild der Firmenphilosophie gesehen werden kann. An der Hardstrasse 219 (Zürich West) entstehen bis zum Jahr 2011 ca. 40'000 m² Nutzfläche. Der 126 m hohe Turm wird als künftiges Wahrzeichen für Zürich gesehen.⁵⁸



Name	Swiss Prime Site AG
Geschäftszweck	Immobilien-Investment
Gesellschaftsform	Aktiengesellschaft
Gründung	11. Mai 1999
Sitz	Olten SO (Schweiz)
Kotierung	Valorennummer 803 838
SWX-Symbol	SPSN
Investmentfokus	Gut gelegene Immobilien in wichtigen Schweizer Wirtschaftsräumen. Primär Geschäftsliegenschaften, sekundär gemischt genutzte Immobilien und Wohnliegenschaften.

Abbildung 19: Prime Tower, Zürich⁵⁹ und die Swiss Prime Site in Kürze⁶⁰

Ebenfalls in Abbildung 19 ist dargestellt, wie sich die Unternehmung selber „in Kürze“ sieht (siehe auch Anlage 1, Factsheet).

Die Corporate Governance der Immobilien-Investmentgesellschaft ist umfassend und transparent. Protokolle der Generalversammlungen, Geschäftsberichte, Statuten, das Anlagereglement der Gesellschaft und Management-Transaktionen sind auf der Homepage

⁵⁸ Vgl. www.swiss-prime-site.ch, Portfolio, Projekte, Abrufdatum 18.07.2008

⁵⁹ Quelle: Swiss Prime Site: Bilanzpressekonferenz, Zürich 2008

⁶⁰ Vgl. www.swiss-prime-site.ch, Facts & Figures, Abrufdatum 19.07.2008

abrufbar. Die Eigentümer, welche Anteile von mehr als 3% des Aktienkapitals der Swiss Prime Site halten, werden aufgelistet. Es sind dies gemäss Eintrag im Aktienregister:⁶¹

- Swiss Prime Site AG, Olten	9.9% Beteiligungsquote
- Credit Suisse Anlagestiftung, Zürich	5.8% Beteiligungsquote
- Pensionskasse der Schweizerischen Bundesbahnen, Bern	5.6% Beteiligungsquote
- Pensionskasse der Credit Suisse Group (Schweiz), Zürich	5.1% Beteiligungsquote
- Credit Suisse Asset Management Funds, Zürich	5.0% Beteiligungsquote

Der Marktwert des Immobilienportfolios beträgt rund CHF 3.7 Mia. (Abbildung 20). Bei einer angegebenen Eigenkapitalquote von ca. 36% (per 31.12.2007) beträgt der Fremdkapitalanteil rund 2.4 Mia. oder 64%. Der Return on Equity (ROE, die Eigenkapitalrendite) beträgt ca. 6% (6.1% per 31.12.2007, 6.3% per 31.03.2008). Weitere Angaben können dem Anhang entnommen werden.

Marktwert Immobilienportfolio	CHF	3'651.6 Mio.	+	5.3%
Ertrag aus Vermietung	CHF	204.2 Mio.	+	6.9%
Ertragsausfallrate		4.9%	-	22.2%
Reingewinn	CHF	198.9 Mio.	+	96.9%

Abbildung 20: Wichtiges in Kürze – Zahlen und Fakten per 31.12.2007⁶²

Die Diversifikation des Immobilienportfolios widerspiegelt die Geschäftsstrategie bezüglich Standorten und Nutzungsarten. Die Hälfte der Objekte liegt in Zürich. Zusammen mit der Nordwest- und Ostschweiz bilden sie drei viertel des Portfolios. Abbildung 21 zeigt die prozentuale Verteilung nach Regionen.

Dreiviertel der Objekte werden durch Büro und Verkauf belegt. Der Rest teilt sich auf in Lagerflächen, Kino- und Restaurationsbetriebe, Parking, Wohnen und Diverses. In Abbildung 22 ist die prozentuale Verteilung der Nutzungsarten dargestellt.

Ein Blick auf die Aufteilung des Portfolios nach Branchen ergibt, dass drei viertel der Flächen von Banken und Versicherungen (29%), Handel (24%) und weiteren Dienstleistern (23%) belegt sind. Der Rest teilt sich auf in Telekommunikation/E-Commerce (11%), Leisure (4%), öffentliche Hand (3%), private Haushalte (2%) und übrige (4%).

Die wichtigsten Mieter sind die UBS (Anteil 15.2%) gefolgt von der Credit Suisse Group (Anteil 10.3%), der Swisscom (9.4%), Coop (6.8%) und Möbel-Pfister (2.4%). Die Aufteilung des Portfolios nach Fälligkeit der Mietverhältnisse zeigt, dass 10.7% langfristige Verträge von 10 Jahren bestehen. 20.4% machen die Verträge über 5 oder mehr Jahre aus

⁶¹ Vgl. www.swiss-prime-site.ch, Unternehmen, Corporate Governance, Abrufdatum 05.08.2008

⁶² Vgl. Swiss Prime Site: Bilanzpressekonferenz, Zürich 2008, Seite 4

und 38.7% sind zwei bis vierjährige Abschlüsse. Rund ein Drittel (30.5%) sind einjährige oder auslaufende Mietverhältnisse.⁶³

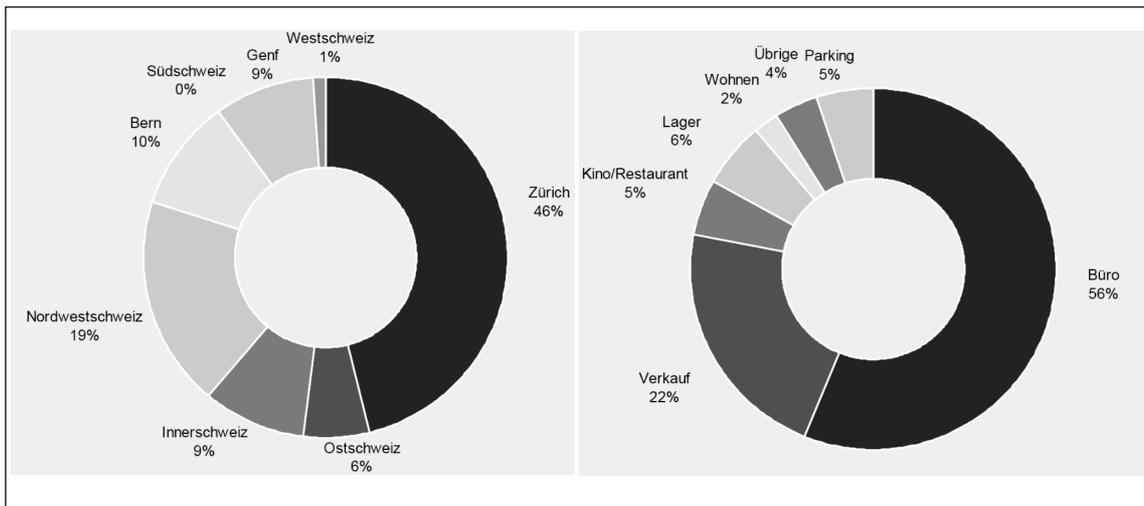


Abbildung 21: Portfolio nach Regionen – Basis: Marktwert⁶⁴

Abbildung 22: Portfolio nach Nutzungsarten – Basis: Nettomietwert⁶⁵

Ein Blick auf die im Jahr 2007 getätigten Transaktionen spiegelt wiederum die Unternehmensphilosophie. Es wurden neun kleinere Objekte mit Werten von CHF 1 bis 7 Mio. verkauft. Dem gegenüber stehen zwei Aquisitionen im Wert von total CHF 18 Mio. und ein Projekt von CHF 32.7 Mio. Die geplanten Anlagekosten dieses Projektes, der *PostFinance Arena* in Bern, in der Höhe von CHF 100.5 Mio. werden weitere Investitionen nach sich ziehen.

In Zürich West sind, neben dem bereits angesprochenen Prime Tower, weitere Projekte geplant. Zu erwähnen sind das Polizei- und Justizzentrum, das Wohnhochhaus Tramdepot Hard, das Coop-Areal, das Toni-Areal, das Hardturm-Areal und das Stadion Zürich.⁶⁶

Die Bewertung der Liegenschaften erfolgt jährlich durch unabhängige Bewertungsexperten mit Hilfe der Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF). Halbjährlich wird ein vereinfachtes Verfahren mit Schätzwerten und Plausibilisierung durchgeführt.

Zur Markteinschätzung der einzelnen Liegenschaften nutzt Swiss Prime Site eine Neunfelder-Matrix (Abbildung 23). Die Objekte werden positioniert zwischen Liegenschaftsqualität (Objektdimension, Ordinate) und Standortqualität (Marktdimension, Abszisse). Gegenüber den Darstellungen in der vorliegenden Arbeit sind die beiden Achsen vertauscht, was bei Vergleichen zu beachten ist. Im Weiteren ist unbekannt, welche Berechnungen und Parameter zur Positionierung der Assets geführt haben. Aus diesen

⁶³ Vgl. www.swiss-prime-site.ch, Portfolio, Eckdaten Portfolio, nach Branchen, Stichtag per 31.12.2007, Abrufdatum 18.07.2008

⁶⁴ Quelle: Swiss Prime Site: Bilanzpressekonferenz, Zürich 2008, Seite 22

⁶⁵ Quelle: Swiss Prime Site: Bilanzpressekonferenz, Zürich 2008, Seite 23

⁶⁶ Vgl. Swiss Prime Site: Bilanzpressekonferenz, Zürich 2008, Seiten 24, 26, 28-33, 37

4.2 Zielportfolio

Die Swiss Prime Site wurde 1999 mit klaren Zielen und den entsprechenden Regulatorien gegründet. Die Investmentgesellschaft arbeitet permanent an ihrem „idealen“ Portfolio. Es kann davon ausgegangen werden, dass durch die präzise und starke Unternehmerstrategie die Unternehmerstruktur und -kultur geprägt wurde und wird. Das Portfolio wurde mit klaren Zielen gebildet und stellt ein seltener Idealfall gemäss den Ausführungen im Abschnitt 3.2 *Erste Schritte zum Zielportfolio* dar; anders formuliert „Structure follows strategy“. Mit grosser Wahrscheinlichkeit ist die Gesellschaft Best-Owner ihres Immobilienbestandes. Es stellt sich nun aber die Frage nach der richtigen Unternehmensstrategie. Für die Entwicklung eines Zielportfolios ist ein Blick in das Anlagereglement vom 20. Mai 2008 unumgänglich (Anlage 6). Es zeigt sich, dass das Verhalten der Swiss Prime Site den Vorgaben aus diesem Reglement ziemlich genau entspricht.

Die wichtigsten Eckpunkte im Reglement sind:⁶⁸

- 2.1 Immobilienanlagen; Objekte in der Schweiz, in erster Linie Geschäftsliegenschaften, gute Entwicklungsaussichten und Standorte, gut erschlossen, hohe gestalterische und bauliche Qualität, solvente Mieterschaft, Potenzial für Wert- und Ertragssteigerungen, Umbau- und Neubauprojekte mit Wert- und Ertragssteigerungspotenzial
- 2.2 Anlagebeschränkungen betreffend Immobilienanlagen; Mindestens 10 Objekte, maximal 20% Wohnungen, Verkehrswert eines Einzelobjektes maximal 20% des Gesamtverkehrswertes, Anteil Neubauprojekte nicht über 25% des Gesamtverkehrswertes (mit Ausnahmen), Anteil eines Einzelmieteters maximal 25% der Gesamtmieteinnahmen.
- 2.3 Finanzanlagen; Anlagemöglichkeit in Aktien
- 3 Finanzierung; maximaler Fremdfinanzierungsgrad 65% (Leverage)

Auffallend ist unter 2.1 das Potenzial für Wert- und Ertragssteigerungen bei Bestandesliegenschaften, weil diese Attribute eher für Value-added und Opportunistic-Investments und nicht für Core-Anlagen stehen.

Die starke Fokussierung auf erstklassige Immobilien an Top Lagen in der Schweiz birgt einige nicht erwünschte Nachteile und Risiken.

1. Eine Abschwächung der Konjunktur in der Schweiz würde die Gesellschaft stark treffen, zumal 90% der Objekte in der Deutschschweiz respektive 50% in Zürich liegen.
2. Verstärkt wird dieser Effekt durch die Tatsache, dass dreiviertel Büro- und Verkaufsflächen sind, welche zu einem Grossteil an Banken (!), Versicherungen, Handel und weitere Dienstleister vermietet sind.

⁶⁸ Vgl. Swiss Prime Site, Anlagereglement, Olten 2008 (Anlage 6)

3. Ein Drittel der Mietverträge sind 5 oder mehrjährig, ein weiteres Drittel sind zwei bis vierjährige Abschlüsse und ein Drittel sind einjährige oder auslaufende Mietverhältnisse.

Paradoxerweise würden die vermeintlich risikoreicheren Auslandengagements und die Investitionen in zweitklassige Value-added Objekte über Diversifikationseffekte zur Risikoverminderung und zur Sicherung der langfristigen Erträge beitragen. Im Vergleich mit den Normstrategien von Allendorf und Kurzrock unter 3.2.2 *Charakter und Merkmale eines Zielpportfolios* zeigt sich die einseitige Ausrichtung des Portfolios ebenfalls. Die Ob-

Umweltfaktoren (Zukunft) (Gegenwart) Unternehmensfaktoren	Opportunities (Chancen) 1 Anpassen des Anlagereglements zwecks Standortdiversifikation (internationale Engagements) 2 Neben Projektentwicklungen (Neubauten) vermehrt zweitklassige Objekte aquirieren und entwickeln (Wert- und Ertragssteigerungspotenzial) 3 Vorsprung auf die Konkurrenz ausbauen (neues ausprobieren, Nischen besetzen, Trends aufspüren/setzen)	Threats (Gefahren) 1 Abkühlung der Konjunktur in der CH, Rückgang der Nachfrage nach Büroflächen 2 starke Konkurrenz um geeignete Investitionsobjekte 3 zukünftig keine Wertsteigerungseffekte bei Topliegenschaften 4
Strengths (Stärken) 1 hohes Anlagevolumen 2 hohe Objektzahl (über 100) 3 solide Basis (Core-Investitionen) 4 grosser Bestandeshalter in der CH 5 bekannte Objekte/Projekte (Messe-turm Basel, Prime Tower Zürich) 6 bekannter Brand in der Branche	SO-Strategien: Nutzen der internen Stärken zur Realisierung externer Chancen (Idealfall). a) S3/O2/O3; vermehrt in B-Objekte/Nischen investieren und Trends aufspüren (Innovationen) b) S1/S2/S3/O1; Im Ausland investieren	ST-Strategien: Nutzen der internen Stärken, um externe Gefahren zu reduzieren oder zu umgehen. a) S1/S2/T1; Nutzungsarten besser diversifizieren b) S5/S6/T2; eigener Brand bei Aquisitionen gezielt einsetzen
Weakness (Schwächen) 1 ¾ der Objekte Büro/Verkauf 2 ¾ der Objekte an Dienstleister vermietet (¼ Banken) 3 90% des Portfolios in der Deutschschweiz (50% in Zürich) 4 schlechte standortspezifische Diversifikation	WO-Strategien: Abbau interner Schwächen/Aufbau fehlende Stärken um externe Chancen wahrzunehmen (Personalentwicklung, Kooperation mit anderen Unternehmen). a) W4/O1; international investieren (bessere Diversifikation) b) W1/O3; Nutzungsarten diversifizieren, mit aufspüren von Trends Konkurrenz distanzieren	WT-Strategien: Abbau interner Schwächen und Vermeidung von Gefahren. a) W3/T2; andere Landesteile berücksichtigen (auch B-Lagen) b) W1/T1; Nutzungsarten besser diversifizieren

Abbildung 24: SWOT-Analyse Swiss Prime Site⁶⁹

⁶⁹ Die im Unterabschnitt 3.2.3 vorgeschlagene Unterteilung der Faktoren (A Performance, B Immobilienanlagestrategie, C Organisation) erweist sich als zu detailliert und schränkt den Spielraum zu stark ein. Sie findet an dieser Stelle keine Anwendung.

jekte befinden sich im Bereich „Investition- und Wachstumsstrategien für Positionen mit jeweils mittlerer bis hoher Marktattraktivität und relativen Wettbewerbsvorteilen“ (Abbildung 14). Die Swiss Prime Site ist eindeutig ein Core-Investment in der Zone der Mittelbindung.

Im Folgenden wird nun eine SWOT-Analyse der Swiss Prime Site erstellt (Abbildung 24). Das Ziel der Analyse: Verminderung der standortspezifischen Risiken und Sicherung der langfristigen Eigenkapitalrendite. Als erstes werden die auf der Basis der Bestandesanalyse gewonnenen Erkenntnisse in Stärken, Schwächen, Chancen und Risiken eingeteilt und in die Tabelle eingetragen. Auch hier spielt die Subjektivität in der Auswahl und

SWOT-Strategieoptionen		Beurteilung, Effekt
vermehrt in B-Objekte/Nischen investieren und Trends aufspüren (Innovationen; SO-Strategie; S3/O2/O3)	D	- Wert- und Ertragsteigerungspotenzial - Sicherung langfristiger Erträge
im Ausland investieren (SO-Strategie; S1/S2/S3/O1)	A	- Verminderung systematischer Risiken (Länderrisiken)
international investieren (bessere Diversifikation) (WO-Strategie; W4/O1)	A	- Verminderung systematischer Risiken (Länderrisiken)
Nutzungsarten diversifizieren, mit aufspüren von Trends Konkurrenz distanzieren (WO-Strategie; W1/O3)	B	- Verminderung systematischer Risiken (Streuung nach Nutzungsarten) - Festigung Marktposition (Vorsprung zur Konkurrenz)
Nutzungsarten besser diversifizieren (ST-Strategie; S1/S2/T1)	B	- Verminderung systematischer Risiken (Streuung nach Nutzungsarten)
eigener Brand bei Aquisitionen gezielt einsetzen (ST-Strategie; S5/S6/T2)	D	- Festigung der Marktposition
andere Landesteile berücksichtigen (auch B-Lagen) (WT-Strategie; W3/T2)	C	- Wert- und Ertragsteigerungspotenzial - Sicherung langfristiger Erträge
Nutzungsarten besser diversifizieren (WT-Strategie; W1/T1)	B	- Verminderung systematischer Risiken (Streuung nach Nutzungsarten)

Abbildung 25: Strategieoptionen mit Beurteilung⁷⁰

⁷⁰ Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Diener et. al., Überprüfung des Immobilien Investment Managements der MPK, 2008, Seite 28

Anordnung der Kriterien eine grosse Rolle. Weiter werden in vier Schritten an den Schnittstellen der Matrix sinnvolle SO-, ST-, WO- und WT-Strategien gebildet. Analog der Generierung der Musterportfolios in Tabelle 2 sollte auch hier das Resultat in einem grösseren Expertenkreis plausibilisiert werden.

Ein Überblick des Resultates zeigt, dass mit teilweisen Wiederholungen die Strategieoptionen *im Ausland/International investieren, Nutzungsarten diversifizieren, andere Landesteile berücksichtigen, Trends aufspüren, in B-Objekte/Nischen investieren* genannt werden. Abbildung 25 zeigt die Strategieoptionen in einer Zusammenstellung.

Die Optionen lassen sich, wie unter 2.2.3 *Risikomanagement bei Immobilieninvestments* beschrieben, nach der Wichtigkeit der Streuungseffekte auflisten (absteigend):⁷¹

- Internationale Standorte (**A**, siehe Tabelle)
- Nach Nutzungsarten (**B**, siehe Tabelle)
- Nach Regionen/Städten innerhalb eines Landes (**C**, siehe Tabelle)
- Streuung nach Objekten (**D**, siehe Tabelle)

Wie bereits erwähnt, bergen die Diversifikation nach internationalen Standorten (**A**) und nach Nutzungsarten (**B**) die höchsten Optimierungspotenziale. Auf der Basis dieser Erkenntnisse wird im nächsten Abschnitt eine Strategie entwickelt und die mögliche Umsetzung vorgeschlagen.

⁷¹ Vgl. Wellner, Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, 2003, Seite 154 und Thomas/Wellner: Diversifikation nach Nutzungsarten und Regionen, Köln 2007, Seite 108

4.3 Strategieumsetzung

Im Vergleich mit den Aussagen im Abschnitt 3.3 *Eine Strategie zum Zielpportfolio* zur idealen Anlagestrategie, nämlich dass unter Nachhaltigkeitsgesichtspunkten ein ausgewogenes Verhältnis von Kapital freisetzenden und Kapital bindenden Objekten anzustreben ist, besitzt die Swiss Prime Site praktisch nur Objekte im Core-Bereich, also Kapital bindende Investments. Diese Tatsache wird auch durch die vorgegebene Unternehmensstrategie gestützt respektive vorgegeben. Ob die wenigen Objekte, welche dem Value-added Bereich zugeordnet werden können, zur Diversifikation respektive Risikominderung beitragen, kann nicht beurteilt werden. Die Swiss Prime Site ist ein typischer Core-Investor mit Schweizer Fokus, nutzt keine internationalen oder globalen Diversifikationseffekte und vergibt somit auf Grund der Investitionsprämissen (welche Teil der SPS-Strategie sind) Potenziale in den Bereichen Performance und Risikominimierung. Die Immobilien-Investmentgesellschaft geht durch die gewählte Strategie Risiken ein, welche nicht mit ihren Core-Zielen vereinbar sind.

Das Portfolio der Swiss Prime Site lässt sich im Vergleich mit den drei Zielpportfolios in Tabelle 3 nicht eindeutig zuordnen. Von der Grösse her eindeutig dem Portfolio C am nächsten, entspricht es bezüglich Standortverteilung und Risikoverhalten eher Portfolio A. Die Nutzungsverteilung liegt zwischen den Portfolios B und C, allerdings mit einem massiven Übergewicht bei den Büroimmobilien. Ein Blick auf den Investmentstil, der nur über das ganze Portfolio der SPS beurteilt werden kann, offenbart eine Diskrepanz zwischen dem Return im Core-Bereich und einem Leverage, der eher dem Value-added Bereich zugeordnet werden muss.

Die Auswertung der SWOT-Analyse ergab eindeutig, dass die internationale Diversifikation, zusammen mit einer besseren Verteilung der Nutzungsarten – sprich weniger Büros – die besten Optionen darstellen. Damit wird das Ziel der Verminderung der standortspezifischen Risiken und die Sicherung der langfristigen Eigenkapitalrendite erreicht. Es stellt sich nun die Frage nach dem Änderungswillen im Verwaltungsrat der Swiss Prime Site AG; Werden die Risiken im aktuellen Portfolio als virulent eingestuft respektive erkannt? Ist eine, vermeintliche oder tatsächliche, offensivere Strategie erwünscht? Bei der Gründung der Immobilien-Investmentgesellschaft 1999 war man diesbezüglich zurückhaltend. Die vorgeschlagenen Anpassungen der Anlagestrategie würden aber eine Reduktion der Risiken bei gleichzeitiger Optimierung der Eigenkapitalverzinsung bringen.

Die Realisierung von Projekten wird allgemein in Prozessschritte aufgeteilt. Zum Beispiel in 1. Vorbereitung, 2. Situationsanalyse, 3. Optimierung, 4. Ausarbeitung, 5. Überleitung.⁷² Dem Umfang dieser Arbeit entsprechend hier ein Vorschlag in Kürze, wie die Umsetzung einer neuen Strategie in groben Zügen aussehen könnte:

⁷² Vgl. Wiegand, Handbuch Planungserfolg, Zürich 2006, Seite 353 (2.2 Prozess-Phasen und -Schritte)

1. Ausarbeiten und präzisieren der neuen Strategie (Verwaltungsrat, Geschäftsleitung, Ausschüsse); Diversifikation nach internationalen Standorten und bessere Aufteilung nach Nutzungsarten (heute zu Büro-lastig). Erstellen des Realisationskonzeptes inkl. Terminplan, Budgets, Organisation und Prognosen. Vorbereiten der Dokumente und Informationen für die Share- und Stakeholder (Informations- und Kommunikationskonzept).
2. Genehmigung der Neuerungen durch die Aktionäre (Strategie, Anpassung Anlagereglement, usw.).
3. Präzisieren und operationalisieren der neuen Strategie (Qualität, Termine, Kosten, Organisation).
4. Aneignen von zusätzlichem Know-how (Ausbildung der Mitarbeiter, engagieren neuer Mitarbeiter, externe Vergabe) für das Halten von internationalen Immobilien (indirekte Investitionen über Finanzanlagen sind bereits heute möglich).
5. Umsetzung des Projektes.
6. Ergebniskontrolle, Anpassungen bei Bedarf (Kreislaufprozesse).

Die Umsetzung der neuen Strategie könnte ein mittelfristiges Projekt von 3 bis 5 Jahren sein.

Für Investitionen im Ausland sind, wie bereits angemerkt, auch indirekte Anlagen eine Alternative und gemäss aktuellem Anlagereglement auch heute schon möglich. Aus Sicht des Verfassers ist es aber wenig sinnvoll, als Immobilien-Investmentgesellschaft im Kerngeschäft auf das Know-how anderer zu vertrauen. Das gilt auch für weitere Bereiche mit spezialisiertem Wissen. Die Grösse der Swiss Prime Site erlaubt es problemlos, das eigene Know-how zu erweitern und Auslandengagements oder weitere Spezialgebiete selber zu managen. Auch aus Sicht eines Investors würden indirekte Anlagen wenig Sinn machen, weil dieser indirekt problemlos selber investieren kann.

4.4 Kommentar

Für tiefer gehende Analysen und genauere Aussagen über die Immobilien-Investmentgesellschaft Swiss Prime Site, als die in dieser Arbeit gemachten Ausführungen, sind Insiderkenntnisse über die Entscheidungsträger auf allen Hierarchiestufen notwendig. In einer detaillierten Analyse auf Objektebene müssten die Mikrolagen, die Altersstrukturen, die Bauzustände usw. des Immobilienbestandes analysiert werden. Eine erste Übersicht auf der Homepage zeigt aber, dass auch hier der Firmenphilosophie nachgelebt wird und in erster Linie in moderne, neue oder renovierte, und effiziente Objekte investiert wird. Langfristig werden aber auch diese Immobilien in ein Alter kommen, wo Umnutzungen und Instandstellungen die Rendite beeinflussen werden. Interessant wäre es in diesem Zusammenhang, die längerfristige Strategie der Swiss Prime Site zu kennen; Wird die Marktfähigkeit der Immobilien durch Investitionen erhalten? Ist die Finanzierung solcher Vorhaben durch Rückstellungen gesichert? Oder ist eine Exit- und Aquisitionsplanung, eine Buy and Sell Strategie, bei den betreffenden Objekten angedacht? Will man weiter vor allem Core-Investments in der Schweiz halten? Es ist sowohl für die Investoren an der Börse wie auch für die Teilnehmer an den Immobilienmärkten von Interesse, wie sich die Immobilien-Investmentgesellschaft Swiss Prime Site diesbezüglich verhalten wird.

5 Abschliessende Bemerkungen

5.1 Fazit

Ziel dieser Arbeit war es, umsetzbare Zielfportfolios unter Berücksichtigung des Bestandes zu entwickeln. Es hat sich gezeigt, dass schon der Begriff Zielfportfolio, interpretationsbedürftig ist. Das Modell, welches eine Einordnung von Immobiliensbeständen mit Hilfe einer SWOT-Analyse, vergleichenden Musterportfolios und einer Neun-Felder-Matrix ermöglicht, muss noch verfeinert werden. Es könnte aber die Basis für weitere Überlegungen sein, die dahin gehen heraus zu finden, welches die wichtigsten quantitativen und qualitativen Parameter für Vergleiche im Immobilien-Portfolio-Management sind.

Die drei im Abschnitt 3.3 *Eine Strategie zum Zielfportfolio* gebildeten Musterportfolios sind noch zu wenig differenziert. In einem weiteren Arbeitsschritt könnten die getroffenen Annahmen plausibilisiert, ergänzt und verfeinert werden. Unter Umständen macht es Sinn, die Anzahl der Vergleichsportfolios auf fünf zu erhöhen, um eine genauere Zuordnung bestehender Immobilienbestände zu ermöglichen. Im Übrigen müssten auch die Musterportfolios laufend den sich verändernden Gegebenheiten angepasst werden.

Es ist nahe liegend, mit Hilfe der Informationstechnologie solche Abläufe zu standardisieren und zu automatisieren. Das birgt aber die Gefahr der Komplexitätserhöhung und der Unübersichtlichkeit, was dem „quick and dirty“-Charakter der in der vorliegenden Arbeit gemachten Überlegungen zuwider läuft.

Nicht behandelt wurden im Rahmen dieser Arbeit die Themen Recht und Steuern. Diese beiden Bereiche sind bei Immobilieninvestitionen zwingend zu beachten. Fehler und Versäumnisse auf diesen Gebieten können vermeintliche Gewinne im Handumdrehen in satte Verluste verwandeln.

Die starke Abhängigkeit eines Immobilienportfolios von der Geschichte des Bestandeshalters und den Eigenschaften des Entscheidungsträgers macht eine Zuordnung zu theoretisch definierten Portfolios nicht einfach. Jedes Immobilienportfolio wird, wie ein einzelnes Objekt, durch seine Einzigartigkeit charakterisiert. Die Beurteilung der Entscheidungsträger ist ein wichtiges aber auch schwieriges Unterfangen. Deshalb führt kein Weg an persönlichen Kontakten vorbei. Es ist notwendig, die Leute kennen zu lernen und heraus zu finden, wie sie funktionieren. Auch hier spielt wieder eine starke subjektive Komponente mit; wenn der Interviewer x einen Entscheidungsträger z nicht mag, respektive den Zugang zu ihm nicht findet, liegt unter Umständen das Problem bei x – und nicht bei z. Das führt zur Feststellung, dass die Arbeit mit Immobilien – vielleicht mehr als bei anderen Gütern – in erster Linie ein Peoples-Business ist. Um noch einmal die in der Einführung erwähnte Masterthesis von Rohrer zu zitieren:

„Die Bedürfnisse des Marktes und der Kunden voraus zu sehen, die eigenen Stärken entsprechend den Anforderungen des Marktes stetig auszubauen und das Bewusstsein für die in der Unternehmenskultur gelebten Überzeugungen zu fördern, ist Aufgabe eines wissensorientierten Strategischen Managements“.⁷³

Wie zu Beginn der vorliegenden Arbeit erwähnt, gibt es in der Bauindustrie gut eingeführte Werkzeuge, die als Vorlage für die in dieser Arbeit gemachten Überlegungen zur Idee des Vergleichens dienen. Stellvertretend sei hier das *werk-material* der Zeitschrift *werk, bauen und wohnen* erwähnt. Monatlich werden Bauwerke mit Planmaterial, Beschrieb und Kennzahlen veröffentlicht. Über die Jahre sind hunderte von in Kategorien wie Wohnen, Bildung und Forschung, Industrie und Gewerbe, Handel und Verwaltung usw. aufgeteilte Dokumente entstanden. Mit Hilfe des Baukostenindex auf den aktuellen Stand hochgerechnet, bilden sie in frühen Planungsphasen eine ideale Vergleichsgrundlage. Die Standardisierung von Kennzahlen ist durch die beteiligten Verbände und Vereine wie dem SIA, VIV, SVIT usw. weit fortgeschritten und befindet sich im Stadium der internationalen Anpassung.

Der wichtigste Fundus für Vergleiche ist aber auch im Bausektor das eigene Werk. Man weiss selbst am besten, welche Entscheide zu welchem Resultat geführt haben und wie die Vergleichszahlen entstanden und zu interpretieren sind. Deshalb macht es für eine Immobilien-Investmentgesellschaft wie die Swiss Prime Site Sinn, selber Musterportfolios zu entwickeln, das eigene Portfolio zu messen und gegebenenfalls Änderungen einzuleiten.

5.2 Ausblick

Die Immobilienmärkte sind relativ träge und gelten, gemessen an den Aktienmärkten, als noch zu wenig transparent. Bezüglich der Trägheit könnte sich zukünftig auf operativer Ebene einiges ändern. Als Beispiel sei hier der Büromarkt genannt, welcher durch die immer schnellere Entwicklung der Informationstechnologie vor einem epochalen Wandel stehen könnte. Digitale Nomaden, durch flächendeckende Hotspots immer online erreichbar, könnten unsere Vorstellung von Bürohäusern schon bald auf den Kopf stellen. In diese Richtung geht auch der sich abzeichnende Paradigmenwandel von der bezahlten Präsenzzeit zur bezahlten, effektiv geleisteten Arbeit, respektive zum Arbeitsergebnis.

„Die neuen Oasen für digitale Beduinen sind die Vorböten einer Entwicklung, die die Architektur von Gebäuden, die Struktur von Quartieren und den Charakter von Stadt und Land verändern wird. Die Trennung zwischen Büros zum Arbeiten und einer Cafeteria zur Verpflegung, wie sie das traditionelle Geschäftshaus kennt, wird einer flexibleren, multi-

⁷³ Rohrer, Die Bedeutung fachübergreifender Information für das Strategische Management von Immobilien, Zürich 2006, Seite 41

funktionalen Struktur weichen. Je weniger Zeit Angestellte am Pult verbringen, desto beliebter sind «hybride» Plätze – Orte mit halböffentlichem Status, wo Erholung und Arbeit sich mischen“.⁷⁴

In die gleiche Richtung gehen die Überlegungen von Keicher zum Thema Employability. Auch sie geht von veränderten Karriereverläufen aus, von der Employability zur Uniquability respektive zum Kreativarbeiter. Zeitsouveränität, Freiheit für eigene Prioritäten, individuelle Leidenschaften, inspirierende Netzwerke sind ein paar Stichworte, welche sie als Quelle für die notwendigen Innovationen in globalisierten und gesättigten Massenmärkten sieht.⁷⁵

Auch die Umwälzungen auf den Märkten der Wohnimmobilien, ausgelöst durch die massiv veränderte Altersstruktur vor allem der Westlichen Bevölkerungen, werden sich ebenfalls in den Immobilienportfolios bemerkbar machen. Solche Entwicklungen gilt es zu erkennen und auf Konsequenzen – Chancen und Risiken – für die Immobilienmärkte zu untersuchen. Die Auswirkungen auf die zukünftigen Wertänderungen und Cashflows werden nicht ausbleiben. Es gilt, schneller und innovativer zu sein als die Konkurrenz – und damit auch erfolgreicher.

⁷⁴ Haffner: Digitale Beduinen, Das Magazin Nr. 27, Zürich 2008, Seiten 18–25

⁷⁵ Vgl. Keicher: Vergessen Sie Employability, ALPHA (19./20. Juli), Zürich 2008.

Anhang

Anlage 1	Factsheet der Swiss Prime Site
Anlage 2	Kurzprofil und Strategie der Swiss Prime Site
Anlage 3	Unternehmenskennzahlen der Swiss Prime Site
Anlage 4	Die Geschäftsleitung der Swiss Prime Site
Anlage 5	Der Verwaltungsrat der Swiss Prime Site
Anlage 6	Das Anlagereglement der Swiss Prime Site

Anlage 1 Factsheet der Swiss Prime Site

NAV pro Aktie nach latenten Steuern 31.03.2008 **CHF 58.43**

Aktienkurs 31.03.2008 **CHF 68.00**

Ausschüttung¹⁾ **CHF 3.40**

Barrendite auf Basis Jahresschlusskurs **5.9%**

Börsenkapitalisierung 31.03.2008 **Mio. CHF 1 744.4**

Valorennummer 803 838

SWX Symbol SPSN

1) Ausschüttung in Form einer aktionärsfreundlichen Nennwertreduktion



Factsheet

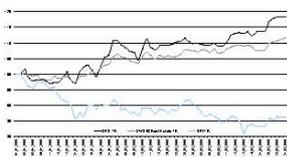


Erfolgsrechnung (in Mio. CHF)	31.03.2008	31.03.2007	Veränd.	31.12.2007
Ertrag aus Vermietung	51.6	50.0	3.2%	204.2
EBIT	40.2	38.8	3.6%	308.6
Periodengewinn	21.1	21.5	(1.9%)	198.9

Bilanz (in Mio. CHF)	31.03.2008	31.03.2007	Veränd.	31.12.2007
Immobilienbestand	3 686.7	3 485.8	5.8%	3 651.6
Eigenkapital	1 350.8	1 410.5	(4.2%)	1 329.6
Eigenkapitalquote	35.9%	39.9%	(10.0%)	35.7%

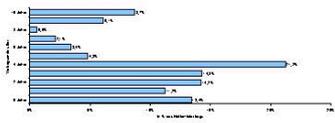
Kennzahlen	31.03.2008	31.03.2007	Veränd.	31.12.2007
ROE (gewichtet)	6.3%	6.1%	3.3%	14.6%
Gewinn pro Aktie (gewichtet) in CHF	0.91	0.84	8.3%	8.13

Entwicklung Swiss Prime Site-Aktie (reinvestiert), Gesamtrendite
01.01.-31.03.2008



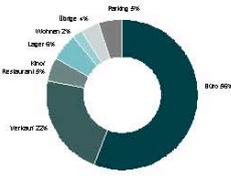
Kursverlauf

Portfolio nach Fälligkeit der Mietverhältnisse
Basis: Nettomiettrag per 31.03.2008



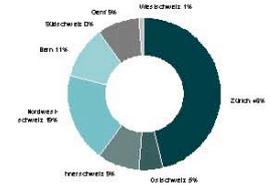
Zyklusresistent auf Grund langer, indexierter Mietverträge

Portfolio nach Nutzungsarten
Basis: Nettomiettrag per 31.03.2008



Schwer gewichtig in Geschäftsliegenschaften an besten Lagen investiert

Portfolio nach Regionen
Basis: Marktwert per 31.03.2008



Homogenstes Portfolio der Schweiz, welches auf qualitatives Wachstum an Top-Lagen in Schweizer Wirtschaftsstandorten setzt

Swiss Prime Site AG

Immobilienpicking in Reinkultur
Fokussierung auf qualitativ hochstehende Schweizer Geschäftsliegenschaften (Büro- und Verkaufsflächen) an attraktiven Lagen

Hohe Transparenz / strenge Bewertungsgrundsätze
Offenlegung bis auf Stufe Einzelliegenschaft, halbjährliche Bewertung durch unabhängige Schätzungsexperten (Wüest & Partner AG)

Steeroptimierung
Steeroptimierte Immobiliengesellschaft – Ausschüttung in Form von Nennwertreduktionen

Track Record
Solides Management mit langjährigem Leistungsnachweis

Diese Informationen sind kein Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung von Aktien der Swiss Prime Site AG und dürfen in keiner Jurisdiktion verbreitet werden, wo dies gegen geltendes Recht oder Regulierungen verstösst, einschliesslich den Vereinigten Staaten von Amerika. Die Informationen hält die Swiss Prime Site AG für verlässlich, aber sie garantiert nicht deren Vollständigkeit oder Richtigkeit. Bisherige Performance ist kein Indiz für zukünftige Performance.

Abbildung 26: Factsheet der Swiss Prime Site⁷⁶

⁷⁶ Quelle: Homepage der Swiss Prime Site, www.swiss-prime-site.ch, Abrufdatum 27.07.2008

Anlage 2 Kurzprofil und Strategie der Swiss Prime Site

Erste Adresse für Immobilieninvestitionen

Die Swiss Prime Site AG ist die erste spezialisierte Immobilien-Investmentgesellschaft der Schweiz. Ihr Portfolio von rund CHF 3.7 Mrd. ist nach der Strategie des Immobilienpickings aufgebaut und umfasst erstklassige Geschäftsimmobilien an ausgewählten schweizerischen Wirtschaftsstandorten. Swiss Prime Site ist seit April 2000 an der SWX Swiss Exchange kotiert und weist eine Börsenkaptalisierung von rund CHF 1.7 Mrd. auf. Swiss Prime Site zeichnet sich aus durch ein krisenresistentes Portfolio mit geringen Leerstands- und Mietausfallrisiken, ein professionelles Management mit schlanken Strukturen.

Immobilienpicking in Reinkultur

Swiss Prime Site investiert ausschliesslich in Qualitätsimmobilien, die strengen Anlagekriterien genügen. Aus der konsequenten Umsetzung dieser Strategie ist eines der homogensten Immobilienportfolios der Schweiz hervorgegangen. Es besteht aus Immobilien an bevorzugten Lagen in Schweizer Wirtschaftszentren. Primär handelt es sich dabei um Geschäftsliegenschaften, sekundär um gemischt genutzte Objekte und Wohnliegenschaften.

Das weitere Wachstum kann sowohl durch Akquisitionen einzelner Liegenschaften oder strategisch kompatibler Immobilienportfolios als auch durch die Realisierung neuer Projekte erfolgen. Investiert wird jedoch nur, wenn die Rentabilität stimmt und ein verlässlicher Cashflow generiert werden kann, der eine attraktive Ausschüttung an die Aktionäre ermöglicht.

Strenge Auswahlkriterien

<i>Objekte</i>	<i>Geschäftshäuser Gemischtgenutzte Objekte Wohnliegenschaften Projekte mit Steigerungspotenzial bei Rendite, Wert und Ertrag Bauland in Bauzonen im Sinne des eidg. Raumplanungsgesetzes Baurechte und Miteigentumsanteile an Grundstücken, welche im Grundbuch eingetragen sind Überzeugendes architektonisches Konzept Hoher Ausbaustandard Nutzungsflexibilität</i>
<i>Standorte</i>	<i>Grössere Wirtschaftsstandorte der Schweiz mit Entwicklungspotenzial</i>
<i>Lagen</i>	<i>Für die jeweilige Nutzung besonders geeignet; Zentrale Lage (Passantenlage oder Anschluss an Verkehrsweg/öffentliche Verkehrsmittel)</i>
<i>Zielgrösse</i>	<i>Minimale Investitionsgrösse ca. CHF 10 Mio.</i>
<i>Nettorendite</i>	<i>Angestrebte Nettorendite derzeit ca. 5%</i>
<i>Bausubstanz</i>	<i>Junge, zeitgemässe Bausubstanz</i>
<i>Vermietung</i>	<i>Möglichst voll vermietete Objekte Solvente Mieter Guter Mietermix Mietzinsniveau nachhaltig gesichert</i>

Abbildung 27: Kurzprofil und Strategie der Swiss Prime Site⁷⁷

⁷⁷ Quelle: Homepage der Swiss Prime Site, www.swiss-prime-site.ch, Abrufdatum 17.07.2008

Anlage 3 Unternehmenskennzahlen der Swiss Prime Site

	Angaben in	31.03.2008	31.03.2007	Veränderung in %
Immobilienbestand	CHF Mio.	3 686.7	3 485.8	5.8
Ertrag aus Vermietung	CHF Mio.	51.6	50.0	3.2
EBITDA	CHF Mio.	40.2	38.8	3.6
EBIT	CHF Mio.	40.2	38.8	3.6
Neubewertung Immobilien (IAS 40)	CHF Mio.	0.1	0.0	100.0
Periodengewinn	CHF Mio.	21.1	21.5	-1.9
Eigenkapital vor Minderheiten	CHF Mio.	1 350.8	1 410.5	-4.2
Eigenkapitalquote	%	35.9	39.9	-10.0
Fremdkapital	CHF Mio.	2 407.8	2 125.1	13.3
Fremdkapitalquote	%	64.1	60.1	6.7
ROE (gewichtet)	%	6.3	6.1	3.3
ROIC (gewichtet)	%	4.0	4.1	-2.4
Gewinn pro Aktie (gewichtet)	CHF	0.91	0.84	8.3
NAV (vor latenten Steuern)	CHF	64.85	58.98	10.0
NAV (nach latenten Steuern)	CHF	58.43	54.98	6.3
Angabe ohne Neubewertungseffekte*				
EBIT	CHF Mio.	40.1	38.8	3.4
EBIT-Marge	%	77.0	77.8	-1.0
Periodengewinn	CHF Mio.	23.9	25.9	-7.7
Periodengewinn pro Aktie (gewichtet)	CHF	1.03	1.01	2.0
ROE (gewichtet)	%	8.8	7.9	11.4
* Neubewertungen (IAS 40) und latente Steuern				

Abbildung 28: Ausgewählte Unternehmenskennzahlen der Swiss Prime Site⁷⁸⁷⁸ Quelle: Homepage der Swiss Prime Site, www.swiss-prime-site.ch, Abrufdatum 17.07.2008

Anlage 4 Die Geschäftsleitung der Swiss Prime Site**Markus Graf, CEO**

Markus Graf (geboren am 22. November 1949) ist seit 2000 Geschäftsführer von Swiss Prime Site. Seit 1995 ist er als Managing Director für das Real Estate Asset Management von Credit Suisse Asset Management tätig und zeichnet für den ausserordentlich erfolgreichen Ausbau des Geschäfts mit indirekten Immobilienanlagen verantwortlich. Zuvor leitete Markus Graf das Immobiliengeschäft einer Kantonalbank.

Peter Wullschleger, CFO

Peter Wullschleger (geboren am 11. Dezember 1965) leitet seit der Gründung 1999 das Finanzwesen und die Administration von Swiss Prime Site.

Er ist diplomierter Buchhalter und trat 1985 in die Credit Suisse Group ein. Heute ist Peter Wullschleger bei Credit Suisse im Real Estate Asset Management verantwortlich für das Finanz- und Rechnungswesen sowie die Fachbereiche Property Management und Construction.

Peter Lehmann, CIO

Peter Lehmann (geboren am 15. Oktober 1958) ist seit 2002 Chief Investment Officer von Swiss Prime Site. Er ist seit 1984 für die Credit Suisse Group tätig. 1990 übernahm er die Leitung des Bau-managements für die Immobilienanlagegefässe des Bereichs Asset Management, von 1998 bis 2005 war er als Leiter des Portfolio Managements verantwortlich für den Bereich „Akquisitionen und Neubauten von Liegenschaften“, seit 2006 leitet er den Bereich „Real Estate Development“.

Abbildung 29: Die Geschäftsleitung der Swiss Prime Site⁷⁹

⁷⁹ Quelle: Homepage der Swiss Prime Site, www.swiss-prime-site.ch, Abrufdatum 31.07.2008

Anlage 5 Der Verwaltungsrat der Swiss Prime Site

Routinierte Experten

Der Verwaltungsrat von Swiss Prime Site besteht aus sechs Mitgliedern. Diese bringen Erfahrung und Wissen aus verschiedenen Bereichen ins Gremium ein. Die Zusammensetzung des Verwaltungsrates entspricht dem Swiss Code of Best Practice for Corporate Governanc

Hans Peter Wehrli

Präsident des Verwaltungsrates

- Geboren am 28. Juli 1952
- Prof. Dr. oec. publ
- Hans Peter Wehrli ist Ordinarius für Betriebswirtschaftslehre, Inhaber Lehrstuhl Marketing an der Universität Zürich, Lehrbeauftragter der Universität St. Gallen (HSG) sowie Dozent an der Management-Weiterbildung der Uni Zürich und an weiteren Ausbildungsinstitutionen. Er veröffentlichte etliche Publikationen zum Thema Marketing und Management und ist als Berater und Gutachter privater sowie öffentlicher Organisationen tätig.
- Hans Peter Wehrli ist Präsident des Verwaltungsrates der Belimo Holding AG, Wetzikon, und Präsident des Verwaltungsrates der Greater Zurich Area AG, Zürich.
- Seit 29. April 2002 Mitglied des Verwaltungsrates und seit 27. April 2005 Präsident des Verwaltungsrates der Swiss Prime Site AG

Thomas A. Wetzel

Vizepräsident des Verwaltungsrates

Vorsitzender Compensation Committee

- Geboren am 6. Oktober 1956
- Dr. iur., Rechtsanwalt
- Seit 2003 ist Thomas Wetzel Partner in der Anwaltskanzlei Wenger Plattner, Küsnacht.
- Thomas Wetzel war von 1989 bis 1997 bei der Intershop Holding AG in Zürich tätig, die letzten Jahre als stellvertretender Vorsitzender der Geschäftsleitung.
- Im August 1997 gründete er eine eigene Anwaltskanzlei und spezialisierte sich auf rechtliche und wirtschaftliche Immobilienberatungen.
- Seit 11. Mai 1999 Mitglied des Verwaltungsrates der Swiss Prime Site AG

Bernhard Hammer

Mitglied des Verwaltungsrates

Mitglied Audit Committee

- Geboren am 27. September 1950
- Dr. iur., Fürsprecher und Notar
- Unabhängiger Verwaltungsrat: Präsident des Verwaltungsrates der Comet Holding AG, Bern; Präsident des Verwaltungsrates der Gebr. Tobler AG, Urdorf; Präsident des Verwaltungsrates der Bator Holding AG, Herzogenbuchsee; Mitglied des Verwaltungsrates der Flumroc AG, Flums; Mitglied des Verwaltungsrates der Banque Degroof (Suisse) S.A., Genève; Mitglied des Verwaltungsrates der Sofisa Holding AG, Fribourg
- Nach Abschluss seines Studiums arbeitete Dr. Hammer bei mehreren namhaften Firmen. Er war u.a. als Chef des Rechtsdienstes bei der Société des produits Nestlé SA sowie als CEO bei der Stuang, Schweizerische Strassenbau- und Tiefbau-Unternehmung AG tätig.
- Seit 29. April 2002 Mitglied des Verwaltungsrates der Swiss Prime Site A

Abbildung 30: Der Verwaltungsrat der Swiss Prime Site⁸⁰ 1/2

⁸⁰ Quelle: Homepage der Swiss Prime Site, www.swiss-prime-site.ch, Abrufdatum 31.07.2008

Rudolf Huber

Mitglied des Verwaltungsrates

Vorsitzender Audit Committee

- Geboren am 28. Juli 1955

- Dr. oec. Publ.

- Mitglied der Verwaltungsräte von Forbo (seit März 2005) und der Georg Fischer AG (seit März 2006)

- vom Familienunternehmen zur börsenkotierten Publikumsgesellschaft.

- Seit 29. April 2002 Mitglied des Verwaltungsrates der Swiss Prime Site AG

Mario F. Seris

Mitglied des Verwaltungsrates

Mitglied Compensation Committee

- Geboren am 28. Februar 1955

- Seit 2005 Leiter Global Real Estate des Asset Management Credit Suisse

- Head der damaligen CSAM in der Schweiz ernannt.

- Mario Seris schloss sein Sprach- und Pädagogikstudium an der Universität Zürich ab.

- Seit 27. April 2005 Mitglied des Verwaltungsrates der Swiss Prime Site AG

Ernst Schaufelberger

Mitglied des Verwaltungsrates

- Geboren am 15. Januar 1954

- Notar

- Seit 2005 Head Real Estate der Winterthur Investment Management AG

- Mitglied der Verwaltungsräte der Zürcher Freilager AG und der Winterthur Investment Management AG

- Ernst Schaufelberger arbeitete nach seiner Ausbildung als Notar-Stellvertreter und als Rechtsberater einer Treuhandgesellschaft. Von 1990 bis 1999 war er als Leiter der Immobilienfondsverwaltung der SBG (heute UBS) tätig. Als CEO von Swissville war er bis 2003 massgeblich am Aufbau des Immobilien-Portfolios für Swiss Life beteiligt. In der Altaprima Management AG, Thalwil fungierte er bis 2005 als Präsident des Verwaltungsrates und CEO

- Seit 18. April 2007 Mitglied des Verwaltungsrates der Swiss Prime Site AG

Peter Wullschleger

Sekretär des Verwaltungsrates

CFO, Mitglied der Geschäftsleitung

- Geboren am 11. Dezember 1965

- Diplomierter Buchhalter

- Peter Wullschleger ist seit 1985 bei der Credit Suisse Group tätig als Director im Real Estate Asset Management sowie Leiter Finanzwesen und Administration der Swiss Prime Site AG.

- Seit 11. Mai 1999 Sekretär des Verwaltungsrates der Swiss Prime Site AG

Abbildung 31: Der Verwaltungsrat der Swiss Prime Site⁸¹ 2/2

⁸¹ Quelle: Homepage der Swiss Prime Site, www.swiss-prime-site.ch, Abrufdatum 31.07.2008

Anlage 6 Das Anlagereglement der Swiss Prime Site

<p>Swiss Prime Site AG Frobungstrasse 15 4601 Olten Tel 062/213 06 06 Fax 062/213 06 09</p> <hr/> <p style="text-align: center;">Anlagereglement</p> <hr/> <p>Geltungsbereich: Swiss Prime Site AG und ihre CH-Gesellschaften</p> <p style="text-align: right; font-size: small;">Verabschiedet durch den Verwaltungsrat am 20. Mai 2008</p>	<p style="text-align: center;">- 2 -</p> <p>1. Zielsetzung</p> <p>Die Swiss Prime Site AG verfolgt über ihre Tochtergesellschaften das Ziel, durch Investitionen in ausgewählte Gewerbe-, Geschäfts-, Wohn- sowie gemischt genutzte Liegenschaften in der Schweiz, deren aktive Bewirtschaftung und gegebenenfalls deren Weiterverkauf, langfristiges Kapital- sowie Ertragswachstum für die Gesellschaft und damit auch für ihre Aktionäre zu erzielen.</p> <p>Bei der Auswahl der Anlagen wird durch Diversifikation nach Objekten, deren Nutzungsart, Standort, Grösse und Baubestand eine optimale Ertrags-/Risikoprüfung angestrebt.</p> <p>Zur Optimierung des Ertrages kann die Gesellschaft innerhalb bestimmter Grenzen Fremdkapital einsetzen (s. Ziffer 3).</p> <p>2. Anlagen</p> <p>2.1 Immobilienanlagen</p> <p>Anlageobjekte bilden in der Schweiz gelegene Gewerbe-, Geschäfts- und Wohnhäuser sowie gemischt genutzte Geschäfts- und Wohnliegenschaften.</p> <p>Erworben werden können Grundstücke im Sinne von Artikel 655 Abs. 2 Ziffer 1, 2 und 4 des Zivilgesetzbuches, ZGB, das sind Liegenschaften, im Grundbuch aufgenommenen selbständige und dauernde Rechte wie z.B. Baurechte sowie Miteigentumsanteile an Grundstücken. Noch nicht überbaute Grundstücke (Bauland mit oder ohne Projekte) müssen in Bauzonen im Sinne des eidg. Raumplanungsgesetzes, RPG, gelegen sein.</p> <p>Bei der Auswahl der Investitionen konzentriert sich die Gesellschaft primär auf Geschäftsliegenschaften mit guten Entwicklungsaussichten in den grösseren Wirtschaftsstandorten der Schweiz. Die wesentlichen Kriterien bei der Auswahl von Investitionen in Gewerbeliegenschaften sind u.a.: Qualität des Standortes, wirtschaftliche Entwicklungsaussichten, Erschliessung durch Verkehrswege und öffentliche Verkehrsmittel, architektonisches Konzept und Ausbaustandard, Vermietungsstand bzw. Vermietungsmöglichkeit, Solvenz und Zusammensetzung der Mieter, Nutzungsflexibilität der Gebäude, zu erwirtschaftende Rendite sowie vorhandenes Potenzial für Wert- und Ertragssteigerungen.</p> <p>Maximal ein Fünftel des Anlagevolumens (der Swiss Prime Site AG und ihrer Schweizer Tochtergesellschaften) kann in Wohnhäuser und/oder</p>
<p style="text-align: center;">- 3 -</p> <p>Wohnungen gemischt genutzter Liegenschaften investiert werden (gemessen am anteilmässigen Verkehrswert der Wohnungen, ohne gesetzlich vorgeschriebene Pflichtwohnungen). Kriterien für die Selektion von Wohnhäusern und/oder Wohnungen bzw. gemischt genutzten Wohn- und Geschäftsliegenschaften sind Attraktivität der Lage, Erschliessung durch den öffentlichen Verkehr, Standortaussichten aufgrund demografischer Entwicklungen, Ausbaustandard, Vermietungsstand und Vermietungsmöglichkeit, Mieterstruktur, zu erwirtschaftende Rendite sowie vorhandenes Potenzial für Wert- und Ertragssteigerungen.</p> <p>Neben bestehenden Immobilien kann die Gesellschaft im Rahmen der Anlagepolitik bei vorhandenem Wertsteigerungs- und Renditepotenzial auch Umbauobjekte zwecks Renovation erwerben. Vorgesehen sind auch die Entwicklung und die Realisation von Neubauprojekten. Voraussetzung dafür sind prognostizierte positive Entwicklungschancen aufgrund von detaillierten Standort- und Projektanalysen.</p> <p>Beteiligungen an anderen Immobiliengesellschaften oder an Gesellschaften, welche in immobiliennahen Bereichen tätig sind, können ebenfalls erworben werden.</p> <p>2.2 Anlagebeschränkungen betreffend Immobilienanlagen</p> <p>Die bei der Auswahl der Anlagen zu beachtenden, nachfolgend aufgeführten prozentualen Beschränkungen beziehen sich auf das gesamte Anlagevolumen der Swiss Prime Site AG bzw. ihrer Schweizer Tochtergesellschaften (konsolidiert).</p> <p>(a) Die Anlagen sind auf mindestens 10 Objekte zu verteilen.</p> <p>(b) Der Anteil der Wohnungen (ohne gesetzlich vorgeschriebenen Anteil Pflichtwohnungen), gemessen am anteilmässigen Verkehrswert, darf 20% des gesamten Anlagevolumens nicht überschreiten.</p> <p>(c) Der Verkehrswert eines einzelnen Objektes darf grundsätzlich nicht mehr als 20% des Gesamtverkehrswertes der Liegenschaften ausmachen, ausser es handle sich um ein Objekt von besonderer städtebaulicher und/oder regionaler und/oder wirtschaftlicher Bedeutung.</p> <p>(d) Der Anteil an Neubauprojekten soll grundsätzlich 25% des Gesamtverkehrswertes der Liegenschaften nicht überschreiten. Im Falle von Neubauprojekten von besonderer städtebaulicher und/oder regionaler und/oder wirtschaftlicher Bedeutung kann diese Grenze jedoch auf maximal 50% erhöht werden.</p>	<p style="text-align: center;">- 4 -</p> <p>(e) Der Anteil an nicht überbauten Grundstücken gemäss Ziffer 2.1 darf 5% des Gesamtverkehrswertes der Liegenschaften nicht überschreiten.</p> <p>(f) Der Anteil der Mieterträge eines einzelnen Mieters bzw. einer rechtlich und/oder wirtschaftlich zusammengehörenden Mietergruppe darf 25% der Gesamtmieteinnahmen (exkl. Nebenkosten) nicht überschreiten. Ausnahmen sind für Mieter bzw. Mietergruppen möglich, die über eine Bonität von mindestens einem A-Rating verfügen.</p> <p>Diese Anlagevorschriften sind grundsätzlich stets einzuhalten. Sollten sich durch Käufe oder Verkäufe oder markante Marktveränderungen Überschreitungen oder Abweichungen ergeben, sind die zur Wiederherstellung der reglementskonformen Situation erforderlichen Massnahmen so schnell als nach den Umständen möglich einzuleiten. Tritt eine solche Situation ein, informiert die Gesellschaft das Publikum unter Angabe der ergriffenen Massnahmen und der Frist, bis zu welcher der ordnungsgemässe Zustand wiederhergestellt ist. Die Gesellschaft informiert das Publikum spätestens nach Ablauf der Frist über den Erfolg dieser Massnahmen.</p> <p>Neben diesen im Anlagereglement festgelegten Anlagebeschränkungen sind die sich aus der Bundesgesetzgebung über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland (Lex Koller, BewG) und der Anwendungspraxis der Bewilligungsbehörden ergebenden Investitionsbeschränkungen stets zu beachten. Aufgrund dieser Vorschriften können die Gesellschaften bzw. ihre Tochtergesellschaften nur in beschränktem Umfang in gemischt genutzte Liegenschaften, d.h. Objekte mit Gewerbe- und Wohnflächen, und Wohnhäuser investieren.</p> <p>2.3 Finanzanlagen</p> <p>Neben Beteiligungen an Immobiliengesellschaften kann nicht in Immobilienanlagen investiertes Kapital in Schweizer Franken und in Euro angelegt werden. Zulässig sind Anlagen in erstklassige, börsenkotierte Aktien, Obligationen mit einem Mindestrating einer führenden Ratingagentur von «A-», sowie in Geldmarktpapiere.</p> <p>Die Anlage in Optionen, Futures und ähnliche Instrumente (Derivative) anderer Gesellschaften sind lediglich zwecks Absicherung von Währungs- und Zinsrisiken zulässig.</p>

Abbildung 32: Das Anlagereglement der Swiss Prime Site⁸² 1/2

⁸² Quelle: Homepage der Swiss Prime Site, www.swiss-prime-site.ch, Abrufdatum 31.07.2008

<p style="text-align: center;">- 5 -</p> <p>Die Gewährung grundpfandgesicherter Darlehen ist bei Bedarf erlaubt, unter der Voraussetzung, dass das Grundpfand in der Schweiz liegt. Für die Bewertung von Grundpfandobjekten gilt Ziffer 4 analog. Die maximale Belehnung pro Objekt beträgt 70%.</p> <p>3. Finanzierung</p> <p>Zwecks Optimierung des Ertrages ist ein Fremdfinanzierungsgrad von 65% des gesamten Immobilienbestandes zulässig. Zur Sicherung entsprechender Kredite können Grundstücke verpfändet werden.</p> <p>Der Fremdfinanzierungsgrad errechnet sich aus dem verzinslichen Fremdkapital gemessen am Verkehrswert des Immobilienportfolios.</p> <p>4. Bewertung</p> <p>Unabhängige, ausgewiesene Bewertungsexperten werden zur Bewertung von Kauf- und Verkaufsobjekten beauftragt. Ebenso wird der Verkehrswert des gesamten Portefeuilles jährlich risiko- und marktgerecht bewertet und die entsprechenden Ergebnisse im Geschäftsbericht publiziert.</p> <p>Die Bewertung erfolgt aufgrund der „Discounted-Cash-flow“-Methode (DFC-Methode). Bei der DFC-Methode wird die Gesamtheit der Erträge ermittelt, werden die Ertragsausfälle und Kosten subtrahiert und der resultierende Netto-Cash-flow mit einem risikogerechten Diskontsatz abdiskontiert. Bei der jährlichen Neubewertung werden Ertrags- und Kostensituation der Liegenschaft überprüft und wesentliche Änderungen in die Bewertung aufgenommen. Die Diskontsätze werden auf der Basis von Handänderungen und der Kapitalmarktentwicklung den aktuellen Marktgegebenheiten angepasst. Qualitative Veränderungen am Gebäude oder am Standort werden bei der Neubewertung berücksichtigt und dokumentiert.</p> <p>Zusätzlich zur jährlichen Bewertung erfolgt halbjährlich eine vereinfachte Prüfung der Schätzwerte durch den Schätzungsexperten, mit anschließender Plausibilisierung durch die Revisionsgesellschaft (sog. „Impairment Test“).</p>	<p style="text-align: center;">- 6 -</p> <p>5. Einhaltung des Anlagereglementes</p> <p>Die Einhaltung des Anlagereglementes wird bei jedem Investitionsentscheid durch den Anlageausschuss und die Geschäftsführung sowie periodisch durch den Verwaltungsrat überprüft.</p> <p>6. Änderung des Anlagereglementes</p> <p>Das Anlagereglement kann innerhalb des in den Statuten festgelegten Unternehmenszwecks vom Verwaltungsrat der Swiss Prime Site AG abgeändert oder ergänzt werden. Änderungen sind den Investoren mindestens einen Monat vor dem Inkrafttreten durch Veröffentlichung in den Publikationsorganen mitzuteilen.</p> <p>Die neuen Anlagevorschriften sind innert 2 Jahren nach Inkrafttreten solcher Änderungen einzuhalten.</p> <p>7. Schweizer Tochtergesellschaften der Swiss Prime Site AG</p> <p>Das vorliegende Anlagereglement gilt für die Swiss Prime Site AG sowie für ihre in der Schweiz domizilierten Tochtergesellschaften und wurde von den Verwaltungsräten dieser Gesellschaften genehmigt.</p> <p>8. Inkraftsetzung</p> <p>Dieses revidierte Reglement wurde durch den Verwaltungsrat anlässlich der Sitzung vom 20. Mai 2008 genehmigt und tritt nach Ablauf der Frist gemäss Ziffer 6 in Kraft.</p> <p style="text-align: center;">Olten, 20. Mai 2008</p> <p style="text-align: center;">Swiss Prime Site AG</p> <table style="width: 100%; border: none;"> <tr> <td style="text-align: center; border: none;"> <p style="text-align: center;">_____ Hans Peter Wehrli Präsident des Verwaltungsrates</p> </td> <td style="text-align: center; border: none;"> <p style="text-align: center;">_____ Thomas Wetzel Vizepräsident des Verwaltungsrates</p> </td> </tr> </table>	<p style="text-align: center;">_____ Hans Peter Wehrli Präsident des Verwaltungsrates</p>	<p style="text-align: center;">_____ Thomas Wetzel Vizepräsident des Verwaltungsrates</p>
<p style="text-align: center;">_____ Hans Peter Wehrli Präsident des Verwaltungsrates</p>	<p style="text-align: center;">_____ Thomas Wetzel Vizepräsident des Verwaltungsrates</p>		

Abbildung 33: Das Anlagereglement der Swiss Prime Site⁸³ 2/2

⁸³ Quelle: Homepage der Swiss Prime Site, www.swiss-prime-site.ch, Abrufdatum 31.07.2008

Literaturverzeichnis

Allendorf, Georg J./Kurzrock, Björn-Martin: Portfoliomanagement mithilfe qualitativer Modelle, in: Schulte, Karl-Werner/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, Köln 2007.

Bender, Wolfgang: Risikomanagement in Immobilienportfolios, in: Schulte, Karl-Werner/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, Köln 2007.

Bone-Winkel, Stephan: Strategisches Immobilien-Portfoliomanagement, in: Schulte, Karl-Werner et. al. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, 2. vollständig überarbeitete Auflage, Köln 2005.

Bone-Winkel, Stephan et. al. (Hrsg.): Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie – Festschrift zum 60. Geburtstag von Karl-Werner Schulte, Köln 2006.

Bone-Winkel, Stephan/Gerstner, Nicolai: Interdisziplinäre Grundlagen der Immobilien-Projektentwicklung, in: Bone-Winkel, Stephan, et. al. (Hrsg.): Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie, Köln 2006, Seiten 21–39.

CUREM: Center for Urban & Real Estate Management, Schanzeneggstrasse 1, 8002 Zürich

Diener, Martens, Nadler, Schärer, Weisigk: Überprüfung des Immobilien Investment Managements der Migros-Pensionskasse, Gruppenarbeit/Case Study II, Zürich (CUREM) 2008.

Deisenrieder, Barbara: Controlling von Immobilienportfolios, in: Schulte, Karl-Werner/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfolio-Management, Köln 2007, Seiten 245–268.

Haffner, Peter/Hoeltschi, Serge: Digitale Beduinen, Zukunft des Arbeitens, in: Das Magazin Nr. 27, Beilage des Tages-Anzeigers, Tamedia AG, Zürich 2008.

Hasler, Ludwig: Zerzauste Seelen, die Börse zeigt, was Menschen lenkt. Nicht Vernunft, Mittelland Zeitung (Dienstag, 05. August), Aarau 2008.

Hunziker, Richard: Real Estate Investmentmanagement als Dienstleistung, Zürich (Vorlesung CUREM) 2008.

Keicher, Imke: Vergessen Sie Employability, die Arbeitswelt von morgen, in: ALPHA, der Kadermarkt der Schweiz (19./20. Juli), Beilage des Tages-Anzeigers, Tamedia AG, Zürich 2008.

Loepfe, Andreas: Der CUREM-Ansatz, Einführung in das 1. Modul (Ökonomie), Zürich (Vorlesung CUREM) 2007.

Lombriser, Roman/Abplanalp, Peter A.: Strategisches Management – Visionen entwickeln, Strategien umsetzen, Erfolgspotenziale aufbauen, 4. Auflage, Zürich 2005.

Mettler, Markus: Projektentwicklung am Beispiel der Halter AG Zürich, Zürich (Vorlesung CUREM) 2008.

Rohrer, Markus V.: Die Bedeutung fachübergreifender Information für das Strategische Management von Immobilien, Masterthesis (CUREM), Zürich 2006.

Ropeter-Ahlers, Sven-Eric/Vollrath, Justus: Planung von Immobilienportfolios, in: Schulte, Karl-Werner/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfolio-Management, Köln 2007, Seiten 159–180.

Rottke, Nico B./Schlump, Patrick: Strategieentwicklung, in: Schulte, Karl-Werner/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfolio-Management, Köln 2007, Seiten 39–64.

Schulte, Karl-Werner/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfolio-management, Köln 2007.

Schulte, Karl-Werner et. al. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, 2. vollständig überarbeitete Auflage, Köln 2005.

Schulte, Karl-Werner et. al. (Hrsg.): Wörterbuch Immobilienwirtschaft, englisch-deutsch, deutsch-englisch, 3. überarbeitete Auflage, Wiesbaden 2007.

SIA, Schweizerischer Ingenieur und Architektenverein/SVIT Schweizerischer Verband der Immobilien-Treuhänder: Kennzahlen im Immobilienmanagement, Dokumentation D 0165, Muttenz 2000.

SIA, Schweizerischer Ingenieur und Architektenverein/VIV Verband der Immobilieninvestoren und -verwaltungen: Finanzkennzahlen für Immobilien, Dokumentation D 0213, Muttenz 2005-09.

Steiner: Karl Steiner Total Services Contractor, Zürich (www.steiner.ch)

Swiss Prime Site: Anlagereglement (20. Mai), Olten 2008.

Swiss Prime Site: Bilanzpressekonferenz, (Jahresabschluss 2007, 13. März 2008), Zürich 2008.

Swiss Prime Site: www.swiss-prime-site.ch

Thomas, Claus P.: Management indirekter Immobilien-Anlagen, Zürich (Vorlesung CUREM) 2008.

Thomas, Mathias/Piazolo, Daniel: Performancemessung und Benchmarking, in: Schulte, Karl-Werner/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfolio-management, Köln 2007.

Thomas, Matthias/Wellner, Kristin: Diversifikation nach Nutzungsarten und Regionen, in: Schulte, Karl-Werner/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilienportfolio-management, Köln 2007, Seiten 107–121.

Thomas, Matthias/Wellner, Kristin: Portfoliomanagement mithilfe quantitativer Modelle, in: Schulte, Karl-Werner/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilienportfolio-management, Köln 2007, Seiten 83–106.

Vaccani, Aurelio: Einführung in die Sozialpsychologie, Zürich (Vorlesung CUREM) 2007.

Weber, Dominik: Instandhaltung und Instandsetzung, Zürich (Vorlesung CUREM) 2007.

Wellner, Kristin: Einführung in das Immobilien Investment Management, Zürich (Vorlesung CUREM) 2007.

Wellner, Kristin: Theorie des Immobilien Investment Managements, Zürich (Vorlesung CUREM) 2008.

Wellner, Kristin: Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems: Zur Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen diversifizierter Immobilien-Portfolios, Diss., Norderstedt 2003.

Wiegand, Jürgen: Handbuch Planungserfolg – Methoden, Zusammenarbeit und Management als integraler Prozess, Zürich 2006.

Ehrenwörtliche Erklärung

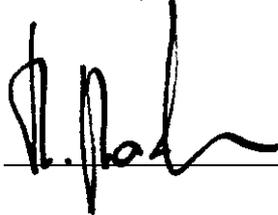
Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis

„Ableitung von umsetzbaren Zielpportfolios unter Berücksichtigung des Bestandes“

selbst angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Gränichen, den *18. August 2008*



Thomas Nadler