Universität Zürich[UZH]

Masterthese
zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

Untersuchung der Auswirkungen von Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien auf Behavioral Biases bei institutionellen Anlegern in der Schweiz

Verfasser:	Walter Thomas Dörflistrasse 2, 8810 Horgen walter.thomas@gmx.ch 044/770 15 55
Eingereicht bei:	Dr. Stephan Kloess
Abgabedatum:	12.08.2013

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis V
Abbildungsverzeichnis VI
Tabellenverzeichnis VII
Executive Summary VIII
1 Einleitung 1
1.1 Ausgangslage 1
1.2 Problemstellung 2
1.3 Zielsetzung 3
1.4 Abgrenzung des Themas 3
1.4.1 Beschränkung auf die Sicht von institutionellen Anlegern in der Schweiz 3
1.4.2 Einschränkung auf Renditeliegenschaften 4
1.4.3 Einschränkung auf DCF-Bewertung 4
1.4.4 Beschränkung auf fünf Verhaltensmuster aus der Verhaltensökonomie 5
1.5 Vorgehen 5
2 Grundlagen 6
2.1 Prinzipal-Agent-Problematik 6
2.2 Informationspflicht für die institutionellen Anleger 7
2.2.1 Kotierte Aktiengesellschaften 8
2.2.2 Immobilienfonds 8
2.2.3 Anlagestiftungen 9
2.2.4 Fazit 9
2.3 Verhaltensökonomie – Behavioral Real Estate 10
2.3.1 Prospect Theory 11
2.3.2 Verlustaversion 13
2.3.3 Dispositions-Effekt 15
2.3.4 Sunk Costs 17
2.3.5 Endowment-Effekt 18
2.3.6 Druck auf Bewerter 19
2.4 Bewertungsstandards 20
2.4.1 International Valuation Standards (IVS) 20
2.4.2 Swiss Valuation Standards 20
2.5 Bilanzierungsstandards/Bewertungsvorschriften/Anlagerichtlinien 21

2.5.1 Immobilien Aktiengesellschaften (kotiert) 21
2.5.1.1 International Financial Reporting Standards (IFRS) 21
2.5.1.2 Swiss GAAP FER 22
2.5.1.3 Anlagerichtlinien 23
2.5.2 Immobilienfonds 23
2.5.2.1 Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien 23
2.5.2.2 Anlagerichtlinien 24
2.5.3 Anlagestiftungen 25
2.5.3.1 Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien 25
2.5.3.2 Anlagerichtlinien 25
2.5.4 Fazit 26
3 Auswirkungen der Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien auf Behavioral Biases 27
3.1 Beurteilung der Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien 27
3.1.1 Immobilien Aktiengesellschaften (kotiert) 27
3.1.1.1 Bilanzierung der Liegenschaften 28
3.1.1.2 Nicht realisierte Gewinne und Verluste 29
3.1.1.3 Realisierte Gewinne und Verluste 29
3.1.1.4 Offenlegung 30
3.1.1.5 Fazit Immobilien Aktiengesellschaften (kotiert) 31
3.1.2 Immobilienfonds 31
3.1.2.1 Bilanzierung der Liegenschaften 31
3.1.2.2 Nicht realisierte Gewinne und Verluste 32
3.1.2.3 Realisierte Gewinne und Verluste 32
3.1.2.4 Offenlegung 33
3.1.2.5 Fazit Immobilienfonds 33
3.1.3 Anlag**e**stiftungen 34
3.1.3.1 Bilanzierung der Liegenschaften 34
3.1.3.2 Nicht realisierte Gewinne und Verluste 34
3.1.3.3 Realisierte Gewinne und Verluste 34
3.1.3.4 Offenlegung 35
3.1.3.5 Fazit Anlagestiftungen 35
3.2 Beurteilung der Verhaltensökonomie – Behavioral Biases 35
3.2.1 Verlustaversion 35

3.2.2 Dispositions-Effekt 40
3.2.3 Endowment-Effekt 45
3.2.4 Sunk Costs 47
3.2.5 Druck auf die Bewerter 50
4 Schlussbetrachtung 54
4.1 Fazit 54
4.2 Diskussion 57
4.3 Ausblick 58
Literaturverzeichnis 59
Anhang 63

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
BPR	Best Practices Recommendations
BFS	Schweizer Bundesamt für Statistik
BVV2	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
DCF	Discounted Cash Flow
EPRA	European Public Real Estate Association
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
GL	Geschäftsleitung
HIBU	Highest and best use
IAS	International Accounting Standard
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
IVS	International Valuation Standards
KAG	Kollektivanlagengesetz
KGAST	Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen
KKV	Kollektivanlageverordnung
OR	Obligationenrecht
P&L	Profit and loss statement / Erfolgsrechnung
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
ROE	Return on equity
SFA	Swiss Fund Association
SIX	Swiss Exchange
STWEG	Stockwerkeigentum
SVS	Swiss Valuation Standards
SWX	Swiss Exchange (neu mit SIX abgekürzt)
Swiss GAAP FER	Schweizerische Fachempfehlung für Rechnungslegung
VR	Verwaltungsrat

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Prinzipal-Agent-Verhältnis in der zu untersuchenden Ausgangslage 6
Abbildung 2: Wertfunktion der Prospect Theory 12
Abbildung 3: Realisierte versus nicht realisierte Verluste bei Schweizer Immobilien AG 36
Abbildung 4: Realisierte versus nicht realisierte Gewinne bei Schweizer Immobilien AG 38
Abbildung 5: Realisierte versus nicht realisierte Gewinne und Verluste bei Schweizer Immobilienfonds 38
Abbildung 6: Verhältnis von nicht realisierten und realisierten Gewinnen und Verlusten 39
Abbildung 7: Wertentwicklung vor dem Verkaufszeitpunkt bei Immobilien Aktiengesellschaften 41
Abbildung 8: Wertentwicklung vor dem Verkaufszeitpunkt bei zwei Immobilienfonds 42
Abbildung 9: Richtpreisfestsetzung für den Verkauf 45
Abbildung 10: Berücksichtigung der Transaktionskosten 47
Abbildung 11: Netto-Wertveränderungen der fünf grössten Schweizer Immobilien Aktiengesellschaften 52
Abbildung 12: Netto-Wertveränderung der vier grössten Schweizer Immobilienfonds 52

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Informations-/Offenlegungspflicht der untersuchten Gesellschaftsformen .. 10
Tabelle 2: Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien der untersuchten Gesellschaftsformen 26
Tabelle 3: Kotierte Immobilien Aktiengesellschaften in der Schweiz 28

Executive Summary

Mit der anhaltenden Finanzkrise und der andauernden Tiefzinsphase hat die Nachfrage über die letzten Jahre nach direkten wie auch indirekten Immobilienanlagen in der Schweiz stark zugenommen. Eine grosse Anzahl an unterschiedlichen Immobilienanlage-Vehikeln ist in den letzten Jahren entstanden und die Anlagevolumen sind stark gewachsen. Die Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien sind für die verschiedenen Immobilienanlage-Vehikel unterschiedlich ausgeprägt. Der Investor hat heute nur eingeschränkte Möglichkeiten sich ein umfassendes Bild über die Gesellschaft zu verschaffen, dabei ist der Geschäftsbericht das umfangreichste Informationsmittel zur Beurteilung der aktuellen Lage. Durch das Prinzipal-Agent-Verhältnis zwischen den zwei Parteien bestehen Informationsasymmetrien, welche durch ein umfassendes Informationssystem, wie hier der Geschäftsbericht, reduziert werden können.

Mit dieser Arbeit werden die Auswirkungen von Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien von kotierten Immobilien Aktiengesellschaften, Immobilienfonds sowie Anlagestiftungen auf fünf, für die Immobilienwirtschaft typische, verhaltensökonomische Faktoren untersucht.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die heutigen Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien, auch unter Berücksichtigung eines hohen Detailierungsgrades, nicht ausreichen, um die untersuchten verhaltensökonomischen Faktoren wesentlich zu reduzieren oder zu vermeiden. So konnte eine Verlustaversion bei den untersuchten Anlageformen festgestellt werden. Realisierte Verluste (durch Liegenschaftenverkäufe) werden deutlich stärker gewertet, als nicht realisierte Verluste (aus Wertänderungen). Bei den Gewinnen ist die Ausprägung umgekehrt. Diese Feststellung wirkt sich auch auf den Dispositions-Effekt aus. Zum Verkauf stehende Liegenschaften, die einen Verlust einbringen würden, werden tendenziell nicht verkauft und die Verkaufsbemühungen werden intensiviert und verlängert – auch wenn daraus eine negative Wertänderung (nicht realisiert) resultiert. Ebenso kann beobachtet werden, dass der Richtpreis bei Liegenschaftenverkäufen durch die institutionellen Anleger rund 10% bis 15% über dem aktuellen Marktwert festgelegt werden. Demzufolge wird den Immobilien ein höherer Nutzwert als der Marktwert beigemessen, was Anzeichen des Endowment-Effekts bestätigt.

Die bestehenden Wahlmöglichkeiten und Handlungsspielräume der untersuchten Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien werden durch die institutionellen Anleger bewusst wie auch unbewusst zur Nutzenmaximierung genutzt.

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage

Die regulatorischen Anforderungen an die Transparenz sowie die Ermittlung von Marktwerten[1] nehmen stetig zu. Ziel ist, eine bessere Vergleichbarkeit und eine höhere Transparenz durch die Vereinheitlichung von Bewertungskonzepten zu erreichen.[2] Die Regulatoren bezwecken den Schutz der Gläubiger, der Anleger und der Versicherten. Sie haben sicherzustellen, dass der Finanzmarkt funktioniert.[3] Die stets wachsende Komplexität neuer Finanzprodukte und die sich ständig ändernden Rahmenbedingungen an den globalen Finanzmärkten bewirken eine permanente Zunahme an neuen Regularien. Zusätzlich verschärfend wirken einzelne extreme Verfehlungen mit Sogwirkung (bspw. der Enron-Skandal) oder systematisches Versagen wie bei den „Collateralized Debt Obligations", welche durch ihre Komplexität und Intransparenz ein wesentlicher Auslöser der Finanz- respektive der letzten weitreichenden Immobilienkrise waren. Solche Verfehlungen führen häufig zu Überreaktionen aufseiten der Regulatoren durch noch höhere Regulierungsdichte.

Der Investor soll mittels erhöhter Transparenz sowie Offenlegung die Möglichkeit erhalten, allfällige Informationsasymmetrien zwischen dem Investor und dem institutionellen Anleger aus dem Prinzipal-Agent-Verhältnis zu reduzieren.

Die Immobilienökonomie basiert auf der Betriebswirtschaftslehre[4] und der Volkswirtschaftslehre. Beide Lehren stützen sich auf das neoklassische Verhaltensmodell, welches durch das Menschenbild des Homo oeconomicus geprägt ist. Der Homo oeconomicus handelt stets rational, verfügt über sämtliche Informationen und maximiert konsequent seinen Eigennutzen.

In der Realität zeigt sich allerdings, dass der Mensch nur schon durch die begrenzte Informationsverfügbarkeit nicht imstande ist, sein Handeln immer rational auszurichten.

---

[1] RICS Bewertung und Wertermittlung – Wertermittlungsstandards der RICS, Mai 2012 – Red Book
„Der Marktwert entspricht dem geschätzten Betrag, zu dem eine Vermögensanlage oder Verbindlichkeit zum Wertermittlungsstichtag zwischen einem verkaufsbereiten Verkäufer und einem kaufbereiten Erwerber nach angemessenem Vermarktungszeitraum in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr verkauft werden könnte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt." Der Marktwert ist dem Verkehrswert gleichzusetzen.

[2] vgl. Swiss Valuation Standards (SVS) 2012, S. 1

[3] vgl. Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht 2007, Art.5

[4] vgl. Schulte 2005, S. 57-58

Unterschiedliche kognitive Verzerrungen (biases) führen zu rational nicht nachvollziehbaren Handlungen, da der Mensch nicht die Möglichkeit hat, alle Konsequenzen der verschiedenen Entscheidungsalternativen in einem vernünftigen Zeitraum zu simulieren.[5]

1.2 Problemstellung

Der institutionelle Anleger richtet sein Handeln nach den übergeordneten Zielen der Gesellschaft aus. Die Ziele gestalten sich je nach Gesellschaftsorganisation und -form sehr unterschiedlich. Divergierende Absichten können Interessenskonflikte auslösen zwischen dem Investor (Prinzipal) sowie dem institutionellen Anleger (Agent). Es wird unterstellt, dass die involvierten Parteien opportunistisch handeln und ihren Nutzen maximieren. Unterschiedliche Risikoneigung der Parteien kann zur weiteren Verschärfung der Divergenz führen. Der Agent verfügt normalerweise über einen Wissensvorsprung gegenüber dem Prinzipal. Die Informationsasymmetrie kann der Agent für seine eigenen Interessen nutzen. Zur Reduktion dieser Informationsasymmetrie bestehen unterschiedliche Lösungsansätze (Kontrolle, Anreizsysteme etc.). Ein Ansatz ist ein umfassendes Informationssystem zur Erhöhung der Transparenz. Nationale sowie internationale Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien haben als Ziel die Erhöhung der Transparenz und der Vergleichbarkeit von Finanzberichten. Der Geldgeber soll die Möglichkeit haben, sich ein umfassendes Bild der Gesellschaft zu verschaffen. Durch die wachsende Komplexität der Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien steigen jedoch die Anforderungen an die involvierten Parteien stetig.

Verschiedene Untersuchungen im Immobiliensektor zeigen auf, dass der institutionelle Anleger in verschiedenen Transaktionsentscheidungen anfällig für nicht rationales Handeln ist. Die Prospect Theory (Neue Erwartungstheorie)[6] besagt, dass der Mensch unterschiedlich auf Gewinne und Verluste reagiert. Bei Gewinnen handelt der Mensch in der Regel risikoavers, während bei einem drohenden Verlust die Risikobereitschaft wächst. Dieses Verhalten wurde in einer Vielzahl von Studien mit unterschiedlichsten Anwendungen untersucht und weiterentwickelt.

Im Immobilienbereich besteht vor allem bei den Immobilienbewertungen ein verhältnismässig hoher Interpretationsspielraum in Bezug auf die einzelnen Bewertungsparameter. Zudem existieren je nach anzuwendendem Rechnungslegungsstandard Wahl-

[5] vgl. Greiner 2008, S. 374
[6] vgl. Kahneman/Tversky 1979, S. 263

möglichkeiten bei der Form der Bilanzierung und/oder der Bewertung. Es herrscht das latente Risiko, dass der Interpretations- und Anwendungsspielraum einseitig zur Nutzenoptimierung genutzt wird.

1.3 Zielsetzung

Informationsasymmetrien und/oder Entscheidungen aufgrund kognitiver Verzerrungen können einen gewollten (durch vorteilhaft genutzte Informationsasymmetrien) oder ungewollten (irrationale Einflüsse oder durch regulatorische Voraussetzungen) Einfluss auf die Immobilienwerte nehmen.
Ziel dieser Arbeit ist die Untersuchung, ob Bilanzierungs- und Bewertungsstandards einen Einfluss auf die operativen Entscheidungen der institutionellen Anleger haben und ob die genannten Standards helfen, kognitive Verzerrungen zu reduzieren oder gar zu verhindern.
Folgende Hypothesen sollen überprüft werden:

1. Grundsätzlich sollte ein rationaler Entscheid von dem Business Case des Immobilienwertes getrieben sein und nicht durch Bilanzierungs- oder Bewertungsvorschriften beeinflusst werden. Je höher die regulatorischen Anforderungen an die Bilanzierungs-, Bewertungs- sowie Offenlegungspflichten von Immobilienwerten sind, desto höheren Einfluss verzeichnen die genannten Standards auf die Entscheidungen.
2. Die vorhandenen Interpretationsspielräume auf die Bilanzierung und die Bewertungsparameter werden von den institutionellen Anlegern gezielt genutzt, um Entscheide unter subjektiven Einflüssen zu rechtfertigen und ihren Nutzen zu maximieren.

1.4 Abgrenzung des Themas

1.4.1 *Beschränkung auf die Sicht von institutionellen Anlegern in der Schweiz*

Die Arbeit beschränkt sich auf die Sicht von institutionellen Anlegern (auch institutionelle Investoren genannt) in der Schweiz.
Institutionelle Anleger sind professionelle Anleger im Immobilienmarkt. Sie verfügen über das notwendige Wissen zur Führung und Steuerung eines Immobilienportfolios.

Insbesondere sind sie ausgewiesene Immobilienspezialisten mit technischer, rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher Erfahrung sowie umfassenden Marktkenntnissen.[7]
Zu den institutionellen Anlegern zählen:

- Immobilienfonds
- Kotierte Immobilien Aktiengesellschaften
- Immobilien-Anlagestiftungen
- Nichtkotierte Immobilien Aktiengesellschaften
- Pensionskassen
- Versicherungen.

Insbesondere werden in dieser Arbeit die kotierten Immobilien Aktiengesellschaften, die Immobilienfonds sowie die Anlagestiftungen Gegenstand der Untersuchung darstellen.

1.4.2 *Einschränkung auf Renditeliegenschaften*

Der Fokus dieser Arbeit richtet sich auf Renditeliegenschaften bei institutionellen Anlegern. Unter Renditeliegenschaften werden Immobilien verstanden, welche ausschliesslich zu Renditezwecken gehalten werden. Es werden Mietzinseinnahmen und Wertänderungen generiert.[8]

1.4.3 *Einschränkung auf DCF-Bewertung*

Die unterschiedlichen Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien sind zum Teil einschränkend in der Bewertungs-Methode und teilweise sind unterschiedliche Methoden zugelassen. In den Untersuchungen sowie in den Expertengesprächen wird bei der Verwendung des Begriffes „Marktwertbewertung“ die Herleitung nach der DCF-Bewertungsmethode verstanden.
Die DCF-Methode summiert die per Stichtag diskontierten jährlichen Nettoerträge (Cash Flows) zu einem gesamten DCF-Wert. Typischerweise werden die zukünftigen Zahlungsüberschüsse in zwei Phasen unterteilt: Die erste Phase währt fünf bis 15 Jahre und in der zweiten Phase wird entweder ein gesondert zu ermittelnder Restwert oder

[7] vgl. Ling/Archer 2010, S. 462
[8] vgl. IFRS 40.05
vgl. Fachempfehlungen zur Rechnungslegung 2012/2013, Swiss GAAP FER 18.14

eine ewige Rente angenommen.[9]

1.4.4 *Beschränkung auf fünf Verhaltensmuster aus der Verhaltensökonomie*

Die Verhaltensökonomie beschäftigt sich mit dem menschlichen Verhalten in wirtschaftlichen Situationen. In der Immobilienökonomie haben die Untersuchungen zu den Auswirkungen der Verhaltensökonomie in der Entscheidungsfindung verhältnismässig spät Einzug gefunden. In dieser Arbeit wird der Fokus auf fünf typische Verhaltensmuster, die bei institutionellen Anlegern auftreten können, gelegt: die Verlustaversion, der Dispositions-Effekt, der Endowment-Effekt, Sunk Costs sowie der Druck auf die Bewerter.

1.5 Vorgehen

In dem Kapitel 2 „Grundlagen“ werden die theoretischen Grundlagen mit normativer Literatur aufbereitet.

Ausgehend von dem Spannungsfeld zwischen dem Geldgeber und dem institutionellen Anleger werden die genannten fünf typischen Verhaltensmuster aus der Verhaltensökonomie beleuchtet und deren möglichen Auswirkungen im Immobiliensektor dargestellt. Die geltenden Bilanzierungs- und Bewertungsstandards für institutionelle Anleger werden nach einer theoretischen Aufbereitung in den Kontext zu den Verhaltensmustern gestellt und es wird untersucht, welche Standards unterstützend wirken, um die kognitiven Verzerrungen zu reduzieren respektive zu verhindern.

Basierend auf den theoretischen Grundlagen und den analysierten Auswirkungen der Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien wird mit einer teilstandardisierten Expertenbefragung von institutionellen Anlegern, Bewertern sowie Wirtschaftsprüfern aus der Schweiz die Anwendung in der Praxis überprüft.

---

[9] vgl. SVKG, SEK/SVIT (Hrsg.), Das Schweizerische Schätzerhandbuch 2012, S. 45
vgl. Canonica 2009, S. 219
vgl. Swiss Valuation Standards (SVS) 2012, S. 38

2 Grundlagen

2.1 Prinzipal-Agent-Problematik

Der Investor (Aktionär, Anteilsinhaber etc.) und der institutionelle Anleger sollten grundsätzlich dieselben Ziele verfolgen. Die beiden Parteien stehen in einem Vertragsverhältnis, bei dem der Prinzipal (Investor) dem Agenten (institutioneller Anleger) einen Auftrag erteilt. Der Agent besitzt in der Regel einen Informationsvorsprung, welchen er entweder zugunsten oder zuungunsten des Auftraggebers nutzen kann. In der zu untersuchenden Ausgangslage besteht ein weiteres Prinzipal-Agent-Verhältnis zwischen dem institutionellen Anleger (Prinzipal) und dem Bewerter (Agent). Alle Parteien wollen ihren Nutzen optimieren (vgl. Abbildung 1).[10]
Die Problematik besteht darin, dass die Parteien eine unterschiedliche Einstellung zu Risiken haben und durch unterschiedliche Anreize beeinflusst werden.

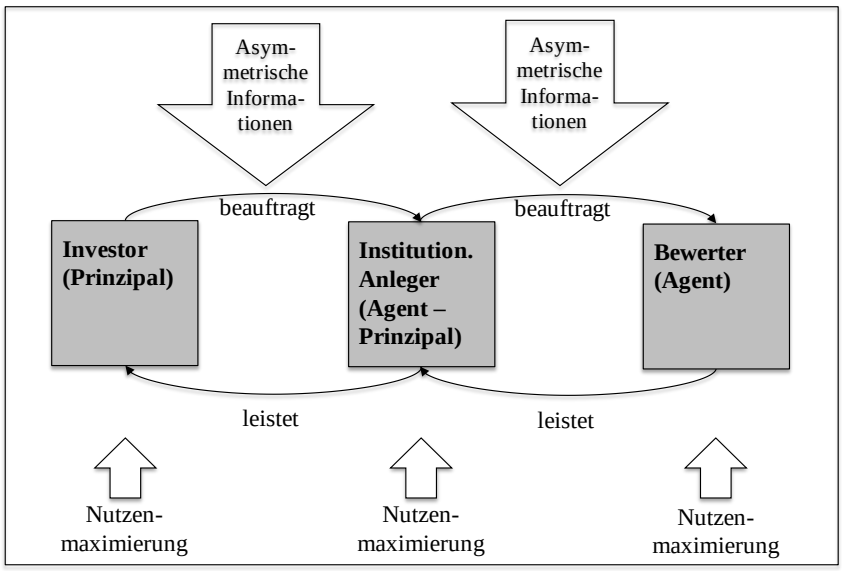


Abbildung 1: Prinzipal-Agent-Verhältnis in der zu untersuchenden Ausgangslage

Das Agency Problem behandelt verschiedene Spannungsfelder zwischen dem Prinzipal und dem Agenten. Ein wesentliches Problem entsteht, wenn die verfolgten Ziele des Prinzipals und die des Agenten in einem Konflikt stehen und es für den Prinzipal schwierig oder sehr teuer sein kann, den Agenten genügend zu überwachen. Die entstehenden Kosten werden Agency Costs genannt. Sie sind eine Summe aus: 1. den Überwachungskosten des Prinzipals über den Agenten (Monitoring Costs), 2. den Kosten zur Interessensbindung des Agenten durch den Prinzipal (Bonding Costs), die sicherstellen

[10] vgl. Jensen/Meckling 1976, S. 310

sollen, dass der Agent im Sinne des Prinzipals handelt, sowie 3. den Verlustkosten, welche durch Entscheidungen im Sinne des Agenten und nicht im Sinne des Prinzipals zur Maximierung des Unternehmenswertes entstehen.[11]

Ein weiterer wesentlicher Aspekt ist die unterschiedliche Einstellung der beiden Akteure zum Risiko. Beide Parteien haben durch unterschiedliche Anreize unterschiedliche Risikopräferenzen.[12]

Die zwei wichtigen Ausgangspunkte bezogen auf die Problemstellung dieser Untersuchung sind die bestehenden Informationsasymmetrien sowie die unterschiedliche Risikoneigung zwischen den Prinzipals und den Agenten. Zur Synchronisation der Divergenzen existieren unterschiedliche Lösungsansätze. Ausgehend vom Vertragsverhältnis zwischen dem Prinzipal und dem Agent stellt sich die Frage der Vertragsgestaltung. Grundsätzlich gibt es zwei Vertragsarten zur Reduktion der Prinzipal-Agent-Problematik: den resultatorientierten Vertrag (outcome-based) und den verhaltensorientierten Vertrag (behavior-based). Dabei zielt der resultatorientierte Vertrag darauf ab, dass beide Parteien dieselben Ziele haben und somit die Eigeninteressen einer einzelnen Partei grundsätzlich reduziert werden können. Der verhaltensorientierte Vertrag zielt direkt auf gewisse Verhaltensmerkmale ab und ist so bei einer Verlustaversion durch den Agenten effizienter im Vergleich zu einem resultatorientierten Vertrag. Weist jedoch der Prinzipal eine Verlustaversion auf, so ist die Situation umgekehrt und der resultatorientierte Vertrag ist zielführender.[13]

Ein weiterer essenzieller Bestandteil eines effizienten Monitorings des Agenten ist die Offenlegungs- und Informationspflicht. Durch umfangreiche Informationen verfügt der Prinzipal über eine ausreichende Entscheidungsgrundlage und die Informationsasymmetrie kann dadurch weiter reduziert werden.

2.2 Informationspflicht für die institutionellen Anleger

Die Informationspflicht einer Gesellschaft/Institution in der Schweiz ist limitiert und reduziert sich praktisch auf den Geschäftsbericht mit dem Jahresabschluss sowie allfälliger Zwischenberichterstattung. Das Schweizerische Obligationenrecht regelt die grundsätzlichen, gesellschaftsformunabhängigen Offenlegungspflichten sowie die

[11] vgl. Jensen/Meckling 1976, S. 311
[12] vgl. Eisenhardt 1989, S. 59
[13] vgl. Eisenhardt 1989, S. 61

Rechnungslegungsgrundsätze einer Gesellschaft.[14] Die Anforderungen weisen einen groben Detaillierungsgrad auf, welcher unter ergänzenden Vorschriften verfeinert werden muss.

2.2.1 *Kotierte Aktiengesellschaften*

Bei kotierten Aktiengesellschaften ist der Emittent verpflichtet, einen Geschäftsbericht zu veröffentlichen. Dieser umfasst den geprüften Jahresabschluss gemäss dem anwendbaren Rechnungslegungsstandard sowie den zugehörigen Bericht des Revisionsorgans. Der Emittent ist ebenfalls verpflichtet, einen Halbjahresabschluss in verkürzter Form zu veröffentlichen.[15] Zwischenabschlüsse müssen nach derselben Rechnungslegung erstellt werden wie der Jahresabschluss.[16]

Das SWX Kotierungsreglement gibt vor, dass grundsätzlich die Rechnungslegung nach IFRS anzuwenden ist. Für Immobiliengesellschaften ist alternativ die Berichterstattung nach Swiss GAAP FER erlaubt. Immobiliengesellschaften haben zusätzlich eine Offenlegungspflicht nach dem Schema C der SWX.[17] Sämtliche erlaubten Rechnungslegungsstandards folgen dem sogenannten „True and Fair View"-Prinzip. Sie können allerdings durch unterschiedliche Prinzipien sowie Auslegung zu abweichenden Resultaten führen.

Kotierte Gesellschaften unterstehen einer zusätzlichen Meldepflicht für Ereignisse mit erheblicher Kursrelevanz mittels Ad-hoc-Publizität und weiteren offenlegungspflichtigen Informationen wie beispielsweise Wechsel in der Unternehmensführung, Änderungen der Geschäftstätigkeit oder Anlagepolitik, Wechsel der Revisionsstelle usw.[18]

Im jährlichen Geschäftsbericht müssen zusätzlich in einem gesonderten Kapitel nach der SWX Richtlinie Corporate Governance-Informationen zur Gesellschaft offengelegt werden.[19]

2.2.2 *Immobilienfonds*

Der Immobilienfonds hat eine Jahresrechnung – bestehend aus einer Bilanz, Erfolgsrechnung sowie einem Anhang – zu erstellen. Offene kollektive Kapitalanlagen müssen

---

[14] vgl. Schweizerisches Obligationenrecht, Art. 957 ff.
[15] vgl. SWX Kotierungsreglement, Art. 49 ff
[16] vgl. SWX Richtlinie Rechnungslegung, Art. 9
[17] vgl. SWX Richtlinie Rechnungslegung, Art. 6, Art. 17
[18] vgl. SWX Rundschreiben Nr. 1 Meldepflichten im Rahmen der Aufrechterhaltung der Kotierung 2012 und SWX Richtlinie Ad hoc Publizität 2008
[19] vgl. SWX Richtlinie Corporate Governance 2008

ihren Jahresbericht veröffentlichen. Zusätzlich hat der Fonds einen Halbjahresbericht zu erstellen. Im Anhang ist ein Inventar mit den Vermögenswerten zu Verkehrswert und den Gestehungskosten zu führen sowie Angaben über die Schätzungsexperten, die Schätzungsmethoden und über die angewandten Kapitalisierungs- und Diskontierungssätze offenzulegen.[20]

Die FINMA respektive die Swiss Fund Association (SFA) hat weiterführende Richtlinien für die Offenlegung von Immobilienfonds als rechtsverbindlich erklärt. In der Fachinformation „Kennzahlen für Immobilienfonds" ist die Herleitung der zu publizierenden Kennzahlen für Immobilienfonds dokumentiert. Es werden Kennzahlen zum Immobilienbestand, zur Vermögensrechnung des Fonds, der Erfolgsrechnung des Fonds sowie zu den Anteilen gefordert. Insgesamt sind rund siebzehn Kennzahlen im Geschäftsbericht in geeigneter Form umzusetzen – es handelt sich dabei um gebräuchliche Kennzahlen aus der Unternehmensanalyse, was eine Vergleichbarkeit der verschiedenen Immobilienfonds, durch die einheitliche Berechnung, deutlich erleichtert.[21]

2.2.3 *Anlagestiftungen*

Auch Anlagestiftungen haben eine Jahresrechnung, bestehend aus der Bilanz, der Betriebsrechnung und dem Anhang, zu erstellen. Die Anlagestiftungen unterliegen der Pflicht, die Jahresrechnung nach den Fachempfehlungen zur Rechnungslegung Swiss GAAP FER 26 aufzustellen und zu gliedern.

Die Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (KGAST) hat in einer Fachempfehlung Kennzahlen von Immobilien-Sondervermögen publiziert. Die Kennzahlen wurden in Anlehnung an die von der SFA definierten Standards festgelegt. Ziel ist es, eine einheitliche und vergleichbare Information der Anleger sowie eine möglichst hohe Transparenz zu gewährleisten.[22]

2.2.4 *Fazit*

Die Informations- und Offenlegungspflicht für die einzelnen Institutionen ist sehr unterschiedlich, wobei die kotierten Immobilienaktiengesellschaften die umfangreichsten Anforderungen aufweisen, gefolgt von den Immobilienfonds sowie den Anlagestiftungen.

---

[20] vgl. Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen 2006, Art. 89/90
[21] vgl. SFA Fachinformation „Kennzahlen für Immobilienfonds" 2008, S. 1-10
[22] vgl. KGAST (Hrsg.) Kennzahlen von Immobilien-Sondervermögen (Anlagegruppen) in Anlagestiftungen 2010

Informations-/Offenlegungspflicht	**Kotierte Immobilien-AG**	**Immobilienfonds**	**Anlagestiftung**
Jahresrechnung (Bilanz, Erfolgsrechnung und Anhang)	X	X	X
Halbjahresbericht	X	X	
Geldflussrechnung	X	X	
Lagebericht	X		
Angaben zur Corporate Governance	X		
Zusätzliche Kennzahlen	X (EPRA)[23]	X (SFA)	X (KGAST)

Tabelle 1: Informations-/Offenlegungspflicht der untersuchten Gesellschaftsformen

2.3 Verhaltensökonomie – Behavioral Real Estate

In der neoklassischen Nationalökonomie wird vom Homo oeconomicus als rationaler Nutzenmaximierer ausgegangen. Folgende Annahmen werden vorausgesetzt:

- Menschen maximieren ihren Nutzen,
- Menschen verfügen über alle Informationen und Eintretenswahrscheinlichkeiten, um den Nutzen numerisch abschätzen zu können,
- Menschen verfügen über die rechnerische Fähigkeit, Eintretenswahrscheinlichkeiten und Nutzwerte verschiedener Optionen miteinander vergleichen zu können.[24]

Die Verhaltensökonomie untersucht Verhaltensmuster, welche im Widerspruch zur Homo oeconomicus-Prämisse stehen. Die Psychologie nimmt in verschiedenen Entscheidungssituationen einen bedeutenden Einfluss auf das menschliche Verhalten.

Zudem verfügt der Mensch lediglich in den seltensten Fällen über alle Informationen und kann die Eintretenswahrscheinlichkeiten sowie die Nutzwerte genügend abschätzen und berechnen. Der Mensch bedient sich in der Entscheidungsfindung an sogenannten Heuristiken, um mit einem abgekürzten Verfahren zu einer Entscheidung zu finden. Eine Heuristik stellt, technisch definiert, ein einfaches Verfahren dar, das hilft, adäquate, wenn auch oftmals unvollkommene Antworten auf schwierige Fragen zu finden. Im

[23] freiwillig
[24] vgl. Läge 2012, S. 5

Allgemeinen sind diese Heuristiken sehr nützlich, aber zum Teil führen sie zu schwerwiegenden systematischen Fehlern[25].

2.3.1 *Prospect Theory*

In den 70er-Jahren haben die Psychologen Daniel Kahneman und Amos Tversky begonnen, den Nutzwert von Vermögen und das menschliche Verhalten bei Gewinnen und Verlusten zu analysieren. Die Resultate der Untersuchungen wurden 1979 unter dem Titel Prospect Theory (auf Deutsch als neue Erwartungstheorie) veröffentlicht.

Die Prospect Theory basiert auf der Nutzentheorie von Daniel Bernoulli (1738). „Er beobachtete, dass die meisten Menschen risikoscheu sind. Menschen lassen sich bei ihren Wahlhandlungen nicht von den monetären Werten, sondern von den psychologischen Werten der Ergebnisse, ihrem Nutzen, leiten. Daher ist der psychologische Wert einer Entscheidung nicht der gewichtete Mittelwert ihrer möglichen monetären Ergebnisse, sondern der Mittelwert aller Nutzwerte.“[26] Jedem Erwartungswert wird ein Nutzwert zugewiesen. Wenn beispielsweise der aktuelle Vermögenswert eine Million Schweizer Franken ist und nun eine Skala mit Schritten von einer Million bis 10 Millionen Schweizer Franken erstellt wird, so hat der Zuwachs von einer Million auf zwei Millionen einen bedeutend grösseren Nutzen, als von der neunten Million auf die zehnte Million. Bernoulli erklärt mit dem rückläufigen Grenznutzen die Risikoaversion bei Entscheidungen.

In der Nutzwerttheorie wird der Nutzen zweier Vermögenszustände und der damit verbundenen Vermögensveränderung beurteilt. Es wird dabei allerdings nicht unterschieden, ob es sich um einen Verlust oder einen Gewinn handelt. Der (negative) Nutzen eines Verlustes von CHF 1’000'000 ist vermutlich deutlich höher als der Gewinn von CHF 1’000'000. Dem Referenzpunkt (Ausgangspunkt) des Vermögenszustandes wird bei der Nutzwerttheorie nicht genügend Gewicht geschenkt.

Mit der Prospect Theory liegt der Fokus nicht auf der Vermögensänderung als solcher, sondern auf dem Ergebnis als Gewinn oder Verlust. Sie besagt, dass Gewinne und Verluste anders wahrgenommen werden. Kahneman und Tversky haben diese Vermutungen mit Beispielen aus der Lotterie untersucht.

---

[25] vgl. Kahneman 2012, S. 127 und S. 521

[26] vgl. Kahneman 2012, S. 336

Ein Beispiel stellt folgende Problemstellung dar:

- Problem 1: Was wählen Sie? 900 Dollar sicher erhalten oder eine 90 prozentige Chance, 1'000 Dollar zu gewinnen?
- Problem 2: Was wählen Sie? Einen sicheren Verlust von 900 Dollar oder eine 90 prozentige Wahrscheinlichkeit, 1'000 Dollar zu verlieren?[27]

Bei dem Problem 1 wählen vermutlich die meisten Entscheider die sichere Variante. Die Risikoaversion überwiegt. Man misst der sicheren Variante einen höheren Wert zu als der Variante unter Unsicherheit. Bei dem Problem 2 verhält es sich bei den meisten Entscheidern genau umgekehrt. Der sichere Verlust ruft eine höhere Risikobereitschaft hervor und man ist bereit, die Lotterie einzugehen. Der zugewiesene Wert für den sicheren Verlust von 900 Dollar ist viel grösser als die zweite Variante mit noch ein wenig Hoffnung zur Verlustvermeidung. Bei Verlusten wird die sonst weitverbreitete Risikoaversion durch Risikobereitschaft ersetzt.[28]

In Abbildung 2 wird die unterschiedliche Wahrnehmung von Gewinnen und Verlusten verdeutlicht. Ein Gewinn von 200 Dollar hat einen tieferen psychologischen Wert als ein Verlust von 200 Dollar.

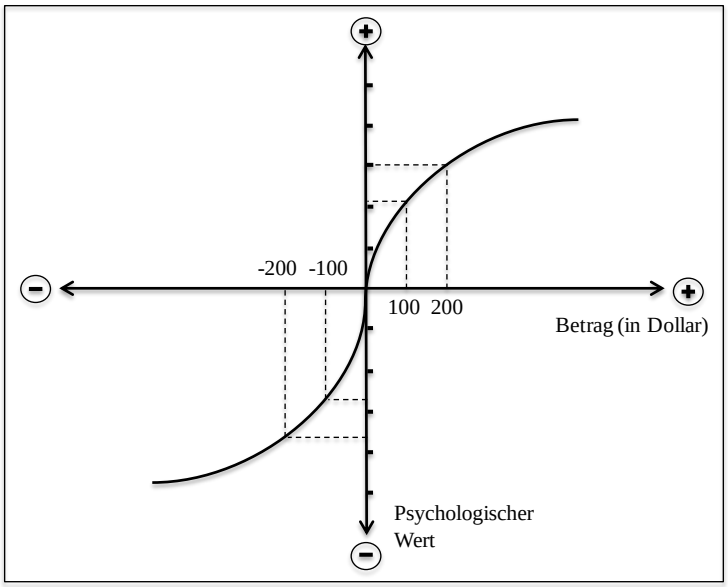


Abbildung 2: Wertfunktion der Prospect Theory [29]

Die Beurteilung erfolgt in Relation zum Referenzpunkt, welcher im obigen Beispiel bei null liegt. Der Referenzpunkt ist in der Regel der Ausgangspunkt, kann aber ebenso ein

[27] vgl. Kahneman 2012, S. 344
[28] vgl. Kahneman, 2012, S. 344
[29] vgl. Kahneman/Tversky 1979, S. 279

Ziel oder einen Erwartungswert (z.B. Bonus) darstellen. Die Wertefunktion ist oberhalb des Referenzpunktes konkav und unterhalb des Referenzpunktes konvex.[30] Er kann sich jedoch über die Zeit verändern – beispielsweise bei einer Lohnerhöhung: Der Referenzpunkt zur Beurteilung einer Lohnerhöhung ist in der Regel der ursprüngliche Lohn. Wird der Lohn nun um 1'000 Franken erhöht, so wird der Referenzpunkt über die Zeit sich an den neuen Lohn anpassen.

Die neue Erwartungstheorie zeigt drei kognitive Merkmale auf:[31]

- Die Beurteilung erfolgt auf einen neutralen Referenzpunkt. Ergebnisse, die besser sind als der Referenzpunkt, werden als Gewinne betrachtet und Ergebnisse, die schlechter sind als der Referenzpunkt, werden als Verluste aufgefasst.
- Abnehmende Empfindlichkeit bei der Beurteilung von Vermögensänderungen. Der Anstieg des Vermögens von CHF 9 Mio. auf CHF 10 Mio. hat eine geringere Wahrnehmung in der Wertefunktion im Vergleich zum Anstieg von CHF 1 Mio. auf CHF 2 Mio.
- Das dritte Merkmal ist die Verlustaversion. Verluste werden stärker gewichtet als Gewinne.

2.3.2 *Verlustaversion*

Die Verlustaversion hat ebenso in der Immobilienökonomie eine starke Verankerung. Verschiedene Untersuchungen zeigen, dass die Verlustaversion einen wesentlichen Einfluss auf operative Entscheidungen im Immobilien-Portfoliomanagement nehmen kann.

Der Immobilienmarkt ist zyklisch. In Boom-Phasen (Verkäufermarkt) sind die effektiven Transaktionspreise deutlich über den geforderten Richtpreisen und in Tiefpreisphasen (Käufermarkt) dauert ein Verkauf zum einen vergleichsweise lange sowie zum anderen liegen die geforderten Richtpreise für den Verkauf deutlich über den zu effektiven Transaktionspreisen. In der Boom-Phase steigt tendenziell die Gewinnchance und in den Tiefpreisphasen ist das Verlustrisiko deutlich höher.

Genesove und Mayer (2001) haben anhand des Bostoner Stockwerkeigentumsmarktes das Verhalten der Stockwerk-Eigentümer über den Zeitraum von 1982 bis 2000 untersucht. Bei einem Verkauf der Wohnung stellt der ursprünglich bezahlte Preis den Referenzpunkt dar. Die Beurteilung des ursprünglichen Kaufpreises als Referenzpunkt wird zudem nominal und nicht real vorgenommen. Wenn nun in einer Tiefpreisphase die

[30] vgl. Greiner 2008, S. 376
[31] vgl. Kahneman 2012, S. 349

Wohnung verkauft werden soll und der Marktwert unter dem Referenzpunkt liegt und somit aus deren Sicht ein Verlust resultiert, so wird der Richtpreis für den Verkauf 25% bis 35% höher angesetzt als für ein vergleichbares Objekt. Es werden überdies deutlich längere Verkaufsphasen bewusst in Kauf genommen und allenfalls auf den Verkauf verzichtet. In der Boomphase wurden die Richtpreise lediglich rund 12% über den Marktwerten angesetzt.[32]

In der Untersuchung von Genesove und Mayer konnte ein Unterschied im Verhalten der professionellen Investoren zu den privaten Besitzern festgestellt werden. Beide haben zwar eine Verlustaversion, jedoch ist diese beim professionellen Investor nur halb so stark ausgeprägt.[33]

Bokhari und Geltner (2010) haben ihre Untersuchungen auf kommerziell genutzte Liegenschaften ausgeweitet. Gleichzeitig haben sie das Verhalten von professionellen Investoren analysiert und mit dem Verhalten von weniger erfahrenen Investoren verglichen. Damit wurde festgestellt, dass die erfahrenen Investoren eine mindestens gleich starke Verlustaversion aufzeigen wie die weniger erfahrenen Investoren. Auch bei den kommerziell genutzten Liegenschaften wurde die ausgeprägte Verlustaversion der Manager bestätigt. Die Richtpreisfestlegungsstrategie deckt sich mit der Studie von Genesove und Mayer.[34]

Ein weiteres Phänomen hat eine Untersuchung von Gallimore/Hansz/Gray (2000) aufgezeigt. Verluste, die sich durch eine negative Wertänderung der Liegenschaft ergeben und folglich einen nicht realisierten Verlust bedeuten, werden durch die Investoren weniger stark gewertet wie ein realisierter Verlust, der durch einen Verkauf der Liegenschaft verzeichnet werden muss. Es besteht die Illusion, dass es sich nicht um einen effektiven Verlust handelt, solange kein Verkauf erfolgt.[35] Rein aus ökonomischen Überlegungen sollten nicht realisierte und realisierte Verluste dasselbe Gewicht haben. In der Bewertung der Liegenschaft sind die zukünftigen Erträge und Aufwendungen der Liegenschaft mitberücksichtigt. Auch hier ist die Verlustaversion stark erkennbar. Solange kein Verkauf stattfindet, hat man die stille Hoffnung, dass sich der Markt verbessert und es erneut zu einer Aufwertung kommen kann.

---

[32] vgl. Genesove/Mayer 2001, S. 1236
[33] vgl. Genesove/Mayer 2001, S. 1247
[34] vgl. Bokhari/Geltner 2010, S. 38
[35] vgl. Gallimore/Hansz, 2000, S. 605

Die Motivation, Verluste zu vermeiden, ist viel höher, als Gewinne zu erzielen. Der Referenzpunkt ist die Ausgangslage, meistens der Status quo. Er kann aber ebenso ein Ziel sein. Folglich verschiebt sich der Referenzpunkt. Wenn man sein Ziel nicht erreicht, realisiert man einen Verlust. Die Motivation, das Ziel zu erreichen und somit einen Verlust zu vermeiden, ist viel grösser als jene, ein Ziel zu übertreffen.[36]

2.3.3 *Dispositions-Effekt*

"Cut your losses and let your profit run![37]" ist ein bekannter Ausspruch von Wertschriftenhändlern. Das Individuum neigt dazu, gewinnbringende Geschäfte zu früh zu verkaufen und die verlustbringenden Geschäfte in der Regel zu lange zu halten.[38] Der Dispositions-Effekt wurde von Hersh Shefrin und Meir Statman (1985) untersucht. Vier Faktoren nehmen hauptsächlichen Einfluss auf den Dispositions-Effekt: 1. die Verlustaversion aus der Prospect Theory von Kahneman und Tversky (siehe Kapitel 2.3.1), 2. die mentale Buchführung von Richard Thaler[39], 3. die Reue nach Shefrin und Statman sowie 4. die Selbstkontrolle.

Die Prospect Theory zeigt auf, dass wir uns weigern, Verluste zu begrenzen, wenn es darum geht, ein Scheitern einzugestehen. Solange das Individuum keinen Frieden mit dem erwirtschafteten Verlust geschlossen hat, geht es Lotterie-Risiken ein, welche unter normalen Umständen für es nicht akzeptabel wären.[40]

Das zweite Merkmal ist die mentale Buchführung. Das Individuum erstellt virtuelle Konten: z.B. wie viele Kaffees darf ich am Tag trinken, wie viel Geld gebe ich für Kleider aus, wie viel Geld für die Ferien etc. Solange man sich innerhalb des virtuellen Budgets befindet, ist man zufrieden, sobald das virtuelle Budget überschritten wird, verspürt das Individuum Reue.

Kauft ein Investor eine Liegenschaft, so wird ein virtuelles Konto für den Kauf der Liegenschaft eröffnet. Als Referenzpunkt wird der bezahlte Kaufpreis verwendet.[41] Allerdings sollte nicht beurteilt werden, was bezahlt wurde, also wo der Referenzpunkt ist, sondern welche Chancen besitzt z.B. eine Liegenschaft für die Zukunft und welchen Nutzen wird sie bringen.

---

[36] vgl. Heath/Larrick/Wu 1999, S. 105
[37] vgl. Kaustia 2010, S. 171
[38] vgl. Shefrin/Statman 1985, S.778
[39] vgl. Thaler 1980, S. 853
[40] vgl. Kahneman/Tversky 1979, S. 287
[41] vgl. Seiler/Seiler/Lane 2010, S. 4

Das dritte Merkmal des Dispositions-Effektes ist die Vermeidung von Reue. Wenn die virtuellen Konten mit einem Verlust geschlossen werden müssen, so wird Reue empfunden. Es entsteht die subjektive Wahrnehmung, dass durch eine Fehleinschätzung der ursprünglichen Situation ein Verlust entstanden ist, ohne eine Beurteilung der einzelnen Attribute vorzunehmen, die zu diesem Verlust geführt haben.[42] Der Reue-Effekt ist noch grösser, wenn ein potenzieller Gewinn durch ein aktives Tun nicht eingefahren wird, als wenn durch Nichtstun die Chance auf den Gewinn verpasst wird.[43] Das Risiko von Reue bewirkt, dass Standard-Handlungsoptionen bevorzugt werden, um die Risiken von Reue zu minimieren. Alles, was nicht Standard ist, birgt mehr Potenzial zum Tadel („ich habe es Dir ja gesagt – das kann nicht gut gehen etc.“).[44]

Die Selbstkontrolle ist das vierte Merkmal. Der Dispositions-Effekt wirkt im Kontext der Untersuchung saisonal. Kurz vor Jahresende werden durch die Investoren eher Verluste realisiert als unterjährig.[45] Die Selbstkontrolle wird vor allem durch die Offenlegung zum Jahresende beeinflusst und reduziert den Verlust durch die Selbstkontrollen. Teilweise ist die Verlustrealisation überdies steuerlich beeinflusst. Ein externes oder internes Monitoring mildert den Dispositions-Effekt und verfügt über einen positiven Einfluss.[46]

Der Dispositions-Effekt ist ein Fall von engem Framing. Jedes virtuelle Konto soll mit einem Gewinn abgeschlossen werden. Enges Framing entsteht, wenn die Optionen isoliert bewertet werden. Ein weites Framing besteht, wenn alle Optionen in Kombinationen beurteilt werden. Die Resultate daraus können sich drastisch ändern.[47]

Verhalten sich sämtliche Portfoliomanager eines institutionellen Anlegers risikoavers und betrachten lediglich ihre potenzielle Investition isoliert, wird dieses Verhalten einen Einfluss auf die Performance des Portfolios nehmen. Würden die verschiedenen Opportunitäten miteinander kombiniert, entsteht eine vervielfachte Auswahlmöglichkeit an Opportunitäten.

Zum Dispositions-Effekt gibt es verschiedene Studien in der Immobilienökonomie. Crane und Hartzell haben im Jahre 2010 den Dispositions-Effekt bei REIT Managern untersucht und bestätigt. Liegenschaften mit Gewinn wurden bevorzugt verkauft gegen-

---

[42] vgl. Seiler/Seiler/Lane 2010, S. 8
[43] vgl. Kahneman 2012, S. 428
[44] vgl. Kahneman 2012, S. 429
[45] vgl. Shefrin/Statman 1985, S. 782
[46] vgl. Crane/Hartzell 2010, S. 4
[47] vgl. Kahneman 2012, S. 413

über Liegenschaften mit einem Verlust. Bei einem Verkauf mit Gewinn wurden Verkaufspreise unter dem Richtpreis akzeptiert, solange ein Gewinn realisiert werden konnte. Es wurde dementsprechend nicht das Maximum ausgereizt und der Referenzpunkt ist wiederum vergangenheitsbezogen.[48] Diese Feststellungen stützen die Untersuchung von Einiö, Kaustia, und Puttonen, die festgestellt haben, dass der ursprüngliche Kaufpreis als (falscher) Referenzpunkt dient. Die Eigentümer sind bereit, einen Verkauf zu tätigen, wenn der Verkaufspreis leicht über dem falschen Referenzpunkt liegt, sich jedoch noch unter dem Richtpreis befindet.[49] Die Untersuchungen von Seiler et al. (2010) stützen diese Feststellungen ebenfalls. Zusätzlich konnte nachgewiesen werden, dass eine Portfolio- vs. einer Einzelbetrachtung zu einem falschen Referenzpunkt führt und im Portfolio potenzielle Gewinne mit potenziellen Verlusten verrechnet werden und somit nicht rational gehandelt wird.[50]

Odean (1998) hat in einer Untersuchung die realisierten und die nicht realisierten Gewinne zusammengezählt sowie die realisierten und die nicht realisierten Verluste addiert. Dabei ist deutlich erkennbar, dass im Gesamtverhältnis deutlich mehr Gewinne realisiert wurden als Verluste.[51]

2.3.4 *Sunk Costs*

Sunk Costs sind Kosten, die in der Vergangenheit in ein Projekt geflossen sind und nicht mehr rückgängig gemacht werden können.[52] Als Beispiel kann die Optionsprämie bei einer Call Option betrachtet werden. Bei der Beurteilung des Ausübungspreises ist nicht relevant, wie hoch die Prämie war, welche für die Option bezahlt wurde, sondern nur noch, wie sich der Preis des Basiswertes entwickeln wird. Die Optionsprämie ist eine Sunk Cost. Die Vergangenheit ist irrelevant, alleine die Optionen und Chancen für die Zukunft sollten relevant sein. Bei dem falschen Referenzpunkt (siehe Kapitel 2.3.3) handelt es sich um Sunk Costs. Der ursprünglich bezahlte Kaufpreis darf keinen Einfluss auf die strategischen und operativen Entscheidungen des Investors nehmen.

---

[48] vgl. Crane/Hartzell 2010, S. 2
[49] vgl. Einiö/Kaustia/Puttonen 2008, S. 20
[50] vgl. Seiler/Seiler/Lane 2010, S. 4
[51] vgl. Odean 1998, S. 1782
[52] vgl. Greiner 2008, S. 374

Unterschiedliche Untersuchungen haben erwiesen, dass der ursprüngliche Kaufpreis einen wesentlichen Einfluss hat.[53] Zudem weist das potenzielle Unterlassen eines möglichen Verkaufs einer Liegenschaft zum Höchstpreis nicht so ein starkes Gewicht wie ein effektiv eingefahrener Verlust auf.[54] Der Referenzpunkt verschiebt sich allerdings über die Zeit. Sobald eine neue Marktwertbewertung vorliegt, welche höher ist, dient der neue Wert als neuer Referenzpunkt.[55]

Wenn Sunk Costs entstanden sind, decken sich die Anreize des Managers nicht mit den Zielen des Unternehmens und seinen Anlegern – dies ist ein gängiges Beispiel des Prinzipal-Agency-Problems.[56] Der Manager kann ein Interesse daran haben, das fehlgeschlagene Projekt erneut auf die Erfolgsbahn zu bringen. Er geht dafür unverhältnismässige Risiken ein und wirft schlussendlich gutes Geld Schlechtem hinterher.

2.3.5 *Endowment-Effekt*

Der Endowment-Effekt (Besitztumseffekt) entsteht besonders bei Gütern, die in der Regel nicht oder lediglich wenig gehandelt werden. Bei routinemässigen Handelsprodukten spielt der Endowment-Effekt keine Rolle.

Kahneman (2012) veranschaulicht den Endowment-Effekt an einem Bespiel von Urlaubstagen und Einkommen. Die hedonistischen Zwillinge A und B haben die gleichen Präferenzen, gleich niedriges Einkommen sowie gleich wenige Urlaubstage. Nun werden A und B entweder TCHF 10 mehr Einkommen im Jahr oder 12 Tage mehr Urlaub angeboten. Im Zeitpunkt des Entscheides sind beide Optionen genau gleich viel Wert. Durch die Indifferenz von A und B entscheidet der Münzenwurf, wer welche Option bekommt. Ein Jahr später erhalten die Zwillinge die Möglichkeit zu tauschen. Beide entscheiden sich für den Status quo. Das Individuum würde es als einen Verlust empfinden, da es seinen Besitz aufzugeben hat. Der Gewinn über bspw. die TCHF 10 würde weniger stark gewertet als der Verlust der 12 Tage Urlaub (und umgekehrt), obwohl beide Optionen stets noch den gleichen Wert haben. Der Referenzpunkt hat sich verschoben und bildet den neuen Status quo.[57]

---

[53] vgl. Genesove/Mayer 2001, S. 1233-1260 und Seiler/Seiler/Lane 2010, S. 1-27 und Einiö/Kaustia/Puttonen 2008, S. 19-34
[54] vgl. Seiler et al. 2008, S. 471
[55] vgl. Seiler et al. 2008, S. 469
[56] vgl. Kahneman 2012, S. 425
[57] vgl. Kahneman 2012, S. 358

Ein weiteres Beispiel des Endowment-Effektes kann bei Wein oder Konzerttickets aufgezeigt werden. Der Kauf eines Tickets für CHF 50 würde bei einem Angebot über CHF 100 für dasselbe Ticket von einem Dritten vermutlich nicht zu einem Verkauf führen, da es für das Individuum einen höheren Nutzwert hat als die CHF 100. Als Fan wäre das Individuum vermutlich auch bereit, einen höheren Preis zu bezahlen, beispielsweise CHF 150. Dieser Preis ist der maximale Kaufpreis, mehr würde nicht bezahlt werden. Der niedrigste Verkaufspreis (Nutzwert) ist jedoch viel höher und liegt beispielsweise bei CHF 500. In Amerika wurde dieses Phänomen anhand von Super Bowl Eintrittskarten analysiert.[58]

Der Besitz eines Guts steigert den Wert. Dem Gut wird durch den Besitz ein Nutzen zugeordnet. Der Endowment-Effekt entsteht erst, wenn das Gut eine Zeit lang im physischen Besitz ist, ehe die Möglichkeit zum Handeln besteht.[59]

Aufgrund der Heterogenität der Immobilien sind die Investoren/Eigentümer entsprechend anfällig für den Endowment-Effekt. Die Untersuchungen von Genesove und Mayer (2001) haben aufgezeigt, dass die Eigentümer einer Immobilie bei einem Verkauf einen höheren Verkaufspreis ansetzen als den aktuellen Marktwert.[60] Anhand des Schweizer Immobilienmarktes hat Seger (2011) in einer Befragung von institutionellen Investoren dieselbe Feststellung gemacht. Rund 61% der Investoren wären nicht bereit, den von ihnen geforderten Verkaufspreis selber zu bezahlen.[61]

2.3.6 *Druck auf Bewerter*

Die Untersuchungen über Behavioral Real Estate waren in ihrem Ursprung hauptsächlich auf Untersuchungen über das Verhalten von Bewertern ausgerichtet. Ein neueres Thema in der Verhaltensökonomie im Immobilienbereich ist der von den institutionellen Anlegern ausgeübte Druck auf die Bewerter und/oder der Einfluss von Klientenfeedback. Das Prinzipal-Agenten-Verhältnis zwischen dem institutionellen Anleger und dem Bewerter kann zu Verzerrungen führen.[62] Ziel der Bewertung besteht darin, dass ein objektives Urteil zum Wert einer Immobilie durch einen unabhängigen Bewerter erfolgt. Mit dem durch den Kunden ausgeübten Druck werden Objektivität und Unab-

[58] vgl. Krueger 2001, S. 23
[59] vgl. Knetsch 1989, S. 1278
[60] vgl. Genesove/Mayer 2001), S. 1234
[61] vgl. Seger 2011, S. 48
[62] vgl. Greiner 2008, S. 383

hängigkeit der Bewertung teilweise beeinträchtigt.[63] Untersuchungen haben erwiesen, dass der Druck unterschiedlich ausgeübt wird. Erfahrene Experten vom Kunden üben den Druck vor allem durch das Hervorheben der positiven Einflussfaktoren sowie das Vernachlässigen oder Weglassen von negativen Einflussfaktoren. Weniger erfahrene Kunden üben den Druck durch Androhung von Mandatsverlust oder Reduktion der Honorare aus.[64]

2.4 Bewertungsstandards

2.4.1 *International Valuation Standards (IVS)*

Die IVS definieren die methodischen Vorgehensweisen und bilden einen Mindestanforderungskatalog für die Bewertung ab. Die Standards sind stark an die Anforderungen von IFRS ausgerichtet. Sie bilden die Basis für weiterführende nationale Bewertungsstandards.

Im vierten Abschnitt des Frameworks wird die Problematik von Bias erwähnt. Die Anforderungen an die Unabhängigkeit und die Objektivität des Bewerters verlangen, dass angemessene Prozesse und Kontrollen implementiert werden, damit der Bewerter sicherstellen kann, dass die Resultate aus der Bewertung frei von Biases sind. Zusätzlich wird im General Standard – IVS 101 gefordert, dass der Bewerter schriftlich zu bestätigen hat, dass der Bewerter in der Lage ist, eine objektive Bewertung frei von jeglicher Biases zu erstellen.[65]

Ebenfalls auf internationaler Ebene findet das RICS Red Book für seine Mitglieder Anwendung. Das Red Book basiert auf den IVS. Die darin enthaltenen Standards legen Verfahrensregeln und Leitlinien für Sachverständige innerhalb der Verhaltensregeln der RICS dar. [66]

2.4.2 *Swiss Valuation Standards*

Die Swiss Valuation Standards (SVS) dienen als Schweizer Best Practice und ergänzen respektive präzisieren die IVS für die nationale Bewertungspraxis. Oberstes Ziel ist die Vereinheitlichung der Wertbegriffe, Wertdefinitionen und der Wertermittlungspraxis

---

[63] vgl. Wolverton/Gallimore (1999), S. 415
[64] vgl. Levy/Schuck 1999, S. 382
[65] vgl. International Valuation Standards IVS, Framework, Abs. 4, General Standard – IVS 101 Scope of Work
[66] vgl. RICS Bewertung und Wertermittlung – Wertermittlungsstandards der RICS 2012

zur Förderung einer besseren Vergleichbarkeit und einer höheren Transparenz.[67] Die SVS orientieren sich stark an den IVS sowie an den internationalen Rechnungslegungsstandards. In einzelnen Themengebieten wie zum Beispiel der Nachhaltigkeit in der Anlehnung an NUWEL werden nationale Präzisierungen vorgenommen. Die Standards sind abstrakt abgehalten und definieren die methodische Vorgehensweise sowie einen Mindestanforderungskatalog für die Bewertung.

2.5 Bilanzierungsstandards/Bewertungsvorschriften/Anlagerichtlinien

Die Grundlage für sämtliche Immobiliengesellschaften ist das Schweizerische Obligationenrecht. Die kaufmännische Buchführung schreibt im OR Art. 957 ff. die wesentlichen Bilanzierungs- und Bewertungsvorschriften vor.

2.5.1 *Immobilien Aktiengesellschaften (kotiert)*

2.5.1.1 International Financial Reporting Standards (IFRS)

Die vom International Accounting Standards Board (IASB) herausgegebenen IFRS stehen unter der Maxime des True & Fair View-Prinzips.

Bei Renditeliegenschaften gelangt der Standard IAS 40 zur Anwendung. Die Liegenschaften werden bei der Ersterfassung zu Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten bilanziert. Zum Zeitpunkt der Folgebewertung hat der Anwender eine Wahl zwischen zwei Bewertungsmodellen. Zum einen handelt es sich dabei um das Cost Model, welches die Bilanzierung zu Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten vorsieht, unter Berücksichtigung der notwendigen Abschreibungen über die Lebensdauer, oder zum anderen gibt es das Fair Value Model, das die Bewertung zu Marktwert erlaubt. Sämtliche Wertveränderungen werden dabei über die Erfolgsrechnung realisiert.[68] Neu seit dem Jahr 2013 kommt IFRS 13 zur Anwendung. Durch die einheitliche Anwendung des Fair-Value-Konzeptes sollen die Objektivität und Transparenz der Berichterstattung gefördert werden. Der Fair Value entspricht dem sogenannten Exit Price, also dem Wert, zu dem die Immobilie zum Bewertungszeitpunkt veräussert werden kann. Bisher war diese Anwendung auch bereits weitgehend umgesetzt worden. Neu ist jedoch, dass sämtliche Transaktionskosten nicht mehr aktiviert werden dürfen. Zwar ist bei einer Ersterfassung die Aktivierung der Transaktionskosten noch möglich (Entry value)[69], allerdings ist bereits

[67] vgl. Swiss Valuation Standards (SVS) 2012, S. 1
[68] vgl. IFRS, IAS 40.20 ff.
[69] vgl. IFRS, IAS 40.21

bei der ersten Folgebewertung, was in der Regel dem ersten zu publizierenden Abschluss entspricht, der Exit Price für die Bewertung relevant. Je nach Wertentwicklung müssen die Transaktionskosten zu diesem Zeitpunkt erfolgswirksam ausgebucht werden.[70] Ebenfalls neu ist die Anwendung von der bestmöglichen Nutzung (highest and best use). „Die bestmögliche Nutzung basiert auf der Sicht informierter Marktteilnehmer und kann entsprechend von der tatsächlichen oder auch geplanten Nutzung durch das bilanzierende Unternehmen abweichen.“[71] Somit kann beispielsweise bei Liegenschaften, welche durch ihre Eigenschaften zu Stockwerkeigentum umgenutzt werden können, oder Liegenschaften, die unternutzt sind, eine Aufwertung zur bestmöglichen Nutzung erfolgen.

Mit der Einführung von IFRS 13 folgt IFRS weitgehend den Bewertungsrichtlinien von IVS und RICS. Die Expertengruppe Immobilienbewertung und -rechnungslegung, welche für die Schweiz die möglichen Auswirkungen von IFRS 13 untersucht hat, vermuten die Auswirkungen auf die Jahresrechnungen als gering. Hauptsächlich sind Immobilienaktiengesellschaften und Versicherungsgesellschaften betroffen, welche nach IFRS bilanzieren. Swiss GAAP FER sowie Abschlüsse nach KAG sind nicht betroffen, die Anwendung von „highest and best use“ (HIBU) ist jedoch erlaubt.[72]

Es kann davon ausgegangen werden, dass die permanente Bewertung zum Exit Price unter dem „highest and best use“-Prinzip in mehr Volatilität in den bewerteten Renditeliegenschaften resultieren wird.

Im Jahresabschluss per 31.12.2012 schätzt die Mobimo Holding AG die Auswirkung von IFRS 13 auf plus CHF 10 Mio. bei einem Anlagevolumen von CHF 1'991 Mio. und PSP Swiss Property AG hat als erste Schweizergesellschaft im 1. Quartalsabschluss 2013 ihre Liegenschaften um CHF 15.4 Mio. durch die Anwendung von IFRS 13 aufgewertet. Bei einem Anlagevolumen von CHF 6'144 Mio. ist auch hier die Auswirkung sehr gering.

2.5.1.2 Swiss GAAP FER

Bei Swiss GAAP FER handelt es sich weitgehend um eine Anlehnung an IFRS. Die eingeführten IFRS Standards finden meist zeitverzögert in einer reduzierten Form Eingang in die Swiss GAAP FER. Allerdings fokussiert sich der Schweizer Standard auf

---

[70] vgl. Zaugg/Bach/Meister 2011, S. 434
[71] vgl. Expertengruppe Immobilienbewertung und –rechnungslegung 2012, S. 938
[72] vgl. Expertengruppe Immobilienbewertung und –rechnungslegung 2012, S. 942

KMU Unternehmungen und berücksichtigt die Massgeblichkeit in einem gesunden Verhältnis. Im Gegensatz zu IFRS sind die Anforderungen an die Bilanzierungs- und Bewertungsvorschriften sowie die Offenlegungsanforderungen auf die wesentlichen Anforderungen reduziert und lassen dem Anwender öfters Wahlmöglichkeiten sowie Handlungsspielraum. Über die letzten Jahre wechseln vermehrt Schweizer börsenkotierte Unternehmen von IFRS auf Swiss GAAP FER. Grund dafür sind die Komplexität und Kostenintensität von IFRS.

Die Ersterfassung von Immobilien hat zu Anschaffungs- oder Herstellungskosten zu erfolgen. Bei den Renditeliegenschaften besteht ebenfalls ein Wahlrecht bei der Folgebewertung. Die Immobilien können entweder zu Anschaffungs- oder Herstellkosten mit periodischen Abschreibungen über die Nutzungsdauer oder zu aktuellen Werten (Marktwert) bilanziert werden. Bei aktuellen Werten erfolgt die periodische Wertanpassung über die Erfolgsrechnung.[73]

2.5.1.3 Anlagerichtlinien

Für kotierte Immobilienaktiengesellschaften besteht keine gesetzliche Vorgabe respektive Einschränkung bezüglich der Anlagenrichtlinien. Die Gesellschaft muss jedoch in dem Kotierungsprospekt ausführliche Angaben zu ihrer Anlagepolitik veröffentlichen.[74]

Die European Public Real Estate Association (EPRA) veröffentlicht regelmässig Best Practices Recommendations (BPR). Die Mitglieder der EPRA (aus der Schweiz PSP, SPS und Züblin) haben sich verpflichtet, die Empfehlungen in ihren Geschäftsberichten umzusetzen. Ziel der Empfehlungen ist eine Vereinheitlichung der zu publizierenden Kennzahlen und Informationen zum Portfolio, um die Aussagekraft und die Transparenz des Geschäftsberichtes für den Anleger zu erhöhen.

2.5.2 *Immobilienfonds*

2.5.2.1 Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien

Für Immobilienfonds gelten die Rechnungslegungsvorschriften nach Obligationenrecht. Das kollektive Anlagengesetz hat weiterführende Bestimmungen bezüglich der Bewertung. So müssen Anlagen zu einem Preis bewertet werden, der bei sorgfältigem Verkauf

---

[73] vgl. Fachempfehlungen zur Rechnungslegung 2012/2013, Swiss GAAP FER 18
[74] vgl. SIX Exchange Regulation / Schema C – Immobiliengesellschaften 2009, S. 1-16

im Zeitpunkt der Schätzung wahrscheinlich erzielt werden würde.[75] Es sind sämtliche Liegenschaften wie auch Grundstücke folglich zum Verkehrswert zu bilanzieren. Im Anhang der Jahresrechnung sind zudem die Gestehungskosten sowie der aktuelle Verkehrswert zu publizieren.

2.5.2.2 Anlagerichtlinien

Die gesetzlichen Vorgaben für zulässige Anlagen bei Immobilienfonds sind beschränkt. Es darf in Grundstücke (Wohnbauten, kommerziell genutzte Liegenschaften, Stockwerkeigentum, Bauland und Baurechtsgrundstücke), Beteiligungen an Immobiliengesellschaften, sofern man mindestens über zwei Drittel des Kapitals und der Stimmen verfügt, in Anteile börsenkotierter Immobilienfonds (nicht mehr als 25% des Gesamtfondsvermögens) und in ausländische Immobilienwerte investiert werden. Miteigentum ist nur zulässig, sofern man einen beherrschenden Einfluss ausüben kann. Wichtiger Grundsatz bei Immobilienfonds ist die Risikoverteilung der Anlagen nach Objekten, deren Nutzungsart, Alter, Bausubstanz und Lage. Darüber hinaus bestehen in der Kollektivanlagenverordnung weitergehende Risikobeschränkungen: So darf der Verkehrswert eines Objektes nicht mehr als 25% betragen, Bauland und angefangene Bauten sowie Baurechtsgrundstücke dürfen höchstens 30 Prozent vom Fondsvermögen betragen. Zusätzlich wurde durch die Revision der Kollektivanlageverordnung die zulässige Hypothekarbelastung auf durchschnittlich ein Drittel des Verkehrswertes reduziert (vormals 50%).[76]

Der Verkehrswert der Grundstücke ist von Schätzungsexperten überprüfen zu lassen, wobei mindestens alle drei Jahre der Schätzungsexperte die Grundstücke besichtigen muss. Sollte der Immobilienfonds nicht die Werte vom Schätzungsexperten in den Abschluss übernehmen, so sind die Abweichungen gegenüber der Prüfgesellschaft zu begründen.[77]

---

[75] vgl. Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen 2006, Art. 87ff

[76] vgl. Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen 2006, Art. 59ff und Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen 2006, Art. 86 ff.

[77] vgl. Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen 2006, Art. 93 ff.

2.5.3 *Anlagestiftungen*

2.5.3.1 Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien

Die Verordnung über die Anlagestiftungen verweist unter Art. 38 auf die BVV2 Art. 47 ff., welche wiederum auf die Anwendung der Bewertungs- und Bilanzierungsrichtlinien von Swiss GAAP FER 26 verweisen.[78]

Die Fachempfehlungen Swiss GAAP FER 26 besagen, dass „die Bewertung der Aktiven zu den für den Bilanzstichtag zutreffenden aktuellen Werten ohne Einbau von Glättungseffekten erfolgt".[79] Im Weiteren wird erläutert, dass die aktuellen Werte von Immobilien nach dem zu erwartenden Ertrag bzw. Geldfluss unter Berücksichtigung eines risikogerechten Kapitalisierungszinssatzes ermittelt oder durch Vergleich mit ähnlichen Objekten geschätzt oder nach anderen anerkannten Methoden berechnet werden.[80] Es stehen somit verschiedene Bewertungsmethoden zur Auswahl. In der Praxis hat sich die Anwendung der DCF Methode durchgesetzt.

2.5.3.2 Anlagerichtlinien

Die Anlagebeschränkungen für Immobilienanlagen sind in Anlehnung an die Beschränkungen bei Immobilienfonds formuliert, belassen allerdings einen grösseren Handlungsraum. Es darf in Immobilien, erschlossene unbebaute Grundstücke, Grundstücke im Ausland sowie kollektive Anlagen investiert werden. Im Unterschied zu den Immobilienfonds darf ebenso Miteigentum ohne Mehrheit erworben werden. Die Risikoverteilung ist angemessen nach Regionen, Lagen und Nutzungsarten vorzunehmen. Bauprojekte, Bauland und angefangene Bauten sowie sanierungsbedürftige Objekte dürfen höchstens 30 Prozent des Vermögens betragen. Die maximale Grösse eines Objektes beläuft sich auf 15 Prozent des Vermögens der Anlagegruppe sowie die maximale Hypothekarbelehnung liegt bei 50 Prozent im Durchschnitt für das gesamte Portfolio.[81]

Bei der Verkehrswertschätzung der Anlagestiftungen wird auf die Kollektivanlageverordnung verwiesen. Die Schätzungsexperten müssen folglich jährlich die Verkehrswerte überprüfen und müssen analog zu den Immobilienfonds mindestens alle drei Jahre die Liegenschaften besichtigen.[82]

---

[78] vgl. Verordnung über die Anlagestiftungen 2011 und die Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge 1984, Art. 47 ff.
[79] vgl. Fachempfehlungen zur Rechnungslegung Swiss GAAP FER 26, Ziffer 3
[80] vgl. Fachempfehlungen zur Rechnungslegung Swiss GAAP FER 26, Ziffer 14
[81] vgl. Verordnung über die Anlagestiftungen 2011, Art. 27 ff.
[82] vgl. Verordnung über die Anlagestiftungen 2011, Art. 41 ff.

2.5.4 *Fazit*

Zusammenfassend bestehen folgende Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien für die drei Anlageformen:

Bilanzierungs- und Bewertungs-richtlinien	**Kotierte Immobilien Aktiengesellschaft**	**Immobilienfonds**	**Anlagestiftung**
Anzuwendender Rechnungslegungs-standard	IFRS Swiss GAAP FER	Obligationenrecht KAG/KKV	Obligationenrecht Swiss GAAP FER 26
Erstbewertung Liegenschaft	Anschaffungs- und Her-stellungskosten	Anschaffungs- und Herstellungskosten	Anschaffungs- und Herstellungskosten
Folgebewertung	Exit Value	Wert, der bei einem sorgfältigem Verkauf erzielt würde	Aktuelle Werte (Fair Value)
Transaktionskosten	Ersterfassung aktiviert Danach über Erfolgsrechnung, falls nicht gestützt durch Marktwertschätzung		
Realisierte Gewinne/Verluste	Über Erfolgsrechnung (sofern wesentlich Ge-winne und Verluste sepa-rat ausgewiesen)	Über Erfolgsrechnung (Ausweis erfolgt Netto)	Über Erfolgsrechnung (Ausweis erfolgt Net-to)[83]
Nicht realisierte Gewinne/Verluste	Wertveränderungen in Erfolgsrechnung (Gewin-ne und Verluste separat ausgewiesen)	Wertveränderungen in Erfolgsrechnung (Ausweis erfolgt Netto)	Wertveränderungen in Erfolgsrechnung (Aus-weis erfolgt Netto)
Ausweis im Anhang	Sachanlagespiegel mit Veränderungen	Gestehungskosten Marktwertliegen-schaften Durchschnittlicher Diskontsatz	Keine Vorschriften bezüglich Immobilien. Sofern die Information notwendig oder sinnvoll ist zum besseren Ver-ständnis des Abschlus-ses, soll sie offen gelegt werden.
Weiterführende Richtlinien	EPRA Corporate Governance SIX Richtlinie	SFA Fachinformation „Kennzahlen für Immobilienfonds“	Kennzahlen von Immo-bilien-Sondervermögen KGAST

Tabelle 2: Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien der untersuchten Gesellschaftsformen

[83] Es dürfte auf die Unterscheidung von realisierten und nicht realisierten Gewinnen und Verlusten verzichtet werden auf Grund des Marktwertprinzips nach Swiss GAAP FER 26.19 VI

3 Auswirkungen der Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien auf Behavioral Biases

Bei der Untersuchung der Auswirkungen werden in einem ersten Schritt die unter Kapitel 2.5 aufgeführten Grundlagen zu den Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien der drei Anlageformen detailliert analysiert. Der Fokus liegt dabei auf den für die fünf zu untersuchenden Verhaltensmuster relevanten Informationen, die dem Prinzipal helfen können, die allenfalls vorhandenen Informationsasymmetrien zu schliessen.
In einem zweiten Schritt werden die fünf Verhaltensmuster mit Auswertungen aus den publizierten Geschäftsberichten der drei Anlageformen detailliert untersucht. Die Resultate werden mit der bestehenden Literatur und den Resultaten aus den Interviews abgeglichen und analysiert.
Zur Überprüfung der theoretischen Grundlagen und der analysierten Auswirkungen der Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien sowie den fünf Verhaltensmuster wurde mit einer teilstandardisierten Expertenbefragung der Einfluss in der Praxis überprüft. Dazu wurden insgesamt 16 Experten-Interviews im Zeitraum Juni bis Juli 2013 geführt. Es erfolgten Gespräche mit acht institutionellen Anlegern (drei kotierte Immobilien Aktiengesellschaften, drei Immobilienfonds und drei Anlagestiftungen)[84], mit sechs Bewertern und zwei Wirtschaftsprüfern. Die Interviews wurden anhand von drei standardisierten Interview-Leitfäden (pro Interessensgruppe) durchgeführt. Die Fragen fokussierten sich auf unterschiedliche operative Anlageentscheide bei vordefinierten Szenarien.
Zum Abschluss fand das Zusammenführen der Resultate von den Auswertungen der Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien und von den Resultaten der fünf Verhaltensmuster statt.

3.1 Beurteilung der Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien

3.1.1 *Immobilien Aktiengesellschaften (kotiert)*

Die kotierten Immobilien Aktiengesellschaften haben ihre Jahresrechnung nach IFRS oder Swiss GAAP FER zu erstellen. Die nachstehende Tabelle zeigt den angewendeten Rechnungslegungsstandard der wesentlichen, kotierten Aktiengesellschaften in der Schweiz.

---

[84] Die detaillierte Liste mit den Interview-Partnern und den Auswertungen der Interviews ist im Anhang ersichtlich. Teilweise sind die Experten auch für verschiedene Anlageformen verantwortlich – bspw. Immobilienfonds und Anlagestiftung.

Gesellschaft	Rechnungsle-gungsstandard	Immobilienanlage-vermögen (in TCHF)	Bewerter
Swiss Prime Site AG	IFRS	8’585	Wüest & Partner
PSP Swiss Property AG	IFRS	6’283	Wüest & Partner
Allreal Holding AG	IFRS	3’754	Jones Lang LaSalle
Mobimo Holding AG	IFRS	2’355	Wüest & Partner
Intershop Holding AG	IFRS	1’237	KPMG
Züblin Immobilien Holding AG	IFRS	1’078	Wüest & Partner
Zug Estates Holding AG	Swiss GAAP FER	798	Wüest & Partner
Warteck Invest AG	Swiss GAAP FER	490	PWC
Bfw liegenschaften AG	IFRS	336	KPMG
Peach Property Group AG	IFRS	248	Wüest & Partner
Fundamenta Real Estate AG	Swiss GAAP FER	237	Jones Lang LaSalle

Tabelle 3: Kotierte Immobilien Aktiengesellschaften in der Schweiz

Die Mehrheit der kotierten Gesellschaften wenden IFRS an, wobei Intershop Holding AG die Rechnungslegung auf Swiss GAAP FER umstellen wird. Gründe sind hauptsächlich die für Immobiliengesellschaften schwer anwendbaren Standards wie zum Beispiel IAS 19. Die Transparenz soll durch die Umstellung jedoch nicht eingeschränkt werden. Zudem ist das Aktionariat schweizerisch und infolgedessen mit den Swiss GAAP FER vertraut.[85] Bei Schweizer Industriefirmen besteht bereits seit längerer Zeit ein Trend zum Wechsel auf den Schweizer Standard. Dabei wird infrage gestellt, ob die erhöhte Komplexität zu mehr Transparenz und Verständlichkeit führt. Untersuchungen haben ergeben, dass die Einführung von IFRS den Investoren weniger nützt als ursprünglich vermutet.[86]

3.1.1.1 Bilanzierung der Liegenschaften

Unter IFRS wie auch unter Swiss GAAP FER besteht die Wahlmöglichkeit zwischen einer Fair Value Bilanzierung und einer „at Cost“ Bilanzierung. Die SIX setzt jedoch Schranken und verlangt zwingend eine Fair Value Bilanzierung des Immobilienportefeuilles.[87] Die Wertänderungen der Fair Values werden über die Erfolgsrechnung erfasst.[88] Folglich werden Aufwertungsgewinne und Abwertungsverluste in der Erfolgsrechnung offen ausgewiesen. Bei IFRS und bei Swiss GAAP FER findet das Brutto-

[85] vgl. Zaugg 2013
[86] vgl. Schmutz 2013
[87] vgl. SIX Exchange Regulation / Schema C – Immobiliengesellschaften 2009, S. 11
[88] vgl. IFRS, 40.35

prinzip Anwendung, somit müssen die Wertveränderungen durch Gewinne und Verluste separat in der Erfolgsrechnung ausgewiesen werden.[89]

Betrachtet man die Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätze in den Geschäftsberichten der kotierten Immobilien Aktiengesellschaften, so findet man eine sehr unterschiedliche Informationsdichte vor. Die Ersterfassung von Renditeliegenschaften erfolgt in der Regel zu Anschaffungskosten, also dem Kaufpreis, inklusive den Transaktionskosten.

3.1.1.2 Nicht realisierte Gewinne und Verluste

Bei der Folgebewertung werden die Veränderung des Marktwertes respektive die Differenz zum Anschaffungswert (inkl. Transaktionskosten) erfolgswirksam erfasst. Nicht alle Gesellschaften legen ihre Handhabung offen. Es kann jedoch davon ausgegangen werden, dass diese Handhabe die gängige Praxis darstellt. Somit sind in den Wertänderungen (Gewinnen wie auch Verlusten) jeweils die Transaktionskosten aus Akquisitionen im ersten Jahr in den nicht realisierten Gewinnen (Transaktionskosten reduzieren die Gewinne) oder den nicht realisierten Verlusten (Transaktionskosten erhöhen die Verluste) mit einbezogen.

3.1.1.3 Realisierte Gewinne und Verluste

Bei einem Verkauf der Liegenschaft wird ein Gewinn oder ein Verlust realisiert. Sowohl Swiss GAAP FER wie auch IFRS erfordern, dass die realisierten Gewinne und Verluste getrennt von den nicht realisierten ausgewiesen werden müssen. Wie sich der realisierte Gewinn oder Verlust berechnet, wird in beiden Standards nicht definiert. Allreal und PSP Swiss Property vermerken in den Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätzen, dass der Erfolg der Differenz zwischen dem erzielten Nettoerlös (unter Abzug der Transaktionskosten) und dem zuletzt ausgewiesenen Marktwert der Renditeliegenschaft entspricht. Es wird angenommen, dass die anderen Gesellschaften eine ähnliche Handhabung praktizieren, sie allerdings nicht im Geschäftsbericht publizieren respektive kann die Handhabung teilweise aus Detailangaben im Anhang hergeleitet werden. Es wäre alternativ möglich, dass der realisierte Erfolg die Differenz von den Gestehungskosten[90] zu dem erzielten Nettoerlös ist. Hierzu ein Beispiel: Eine Liegenschaft wurde zu CHF 10 Mio. erworben, sie hat heute einen Marktwert von CHF 13 Mio. und

---

[89] vgl. IFRS Conceptual Framework und Swiss GAAP FER Rahmenkonzept 2012/13, Ziffer 14

[90] Gestehungskosten sind die ursprünglichen Anschaffungskosten sowie allfällig weitere wertvermehrende Investitionen bei einer Liegenschaft über die Haltedauer

der Verkauf bringt einen Nettoerlös von CHF 15 Mio. Die erste Anwendung würde einen realisierten Gewinn von CHF 2 Mio. ausweisen, die zweite Anwendung jedoch einen realisierten Gewinn von CHF 5 Mio. Die Differenz von CHF 3 Mio. würde bei der zweiten Anwendung gleichzeitig als nicht realisierter Verlust ausgewiesen. In den Expertengesprächen mit den Wirtschaftsprüfern wurde bestätigt, dass beide Ansätze in der Praxis zur Anwendung gelangen und man sich diesbezüglich geteilter Meinung ist. In der Regel findet die erste Variante Anwendung in der Praxis.

Der zweite Ansatz zeigt, dass mit den Gestehungskosten ein falscher Referenzpunkt betrachtet wird. Die Gestehungskosten sind Sunk Costs, die nicht mehr in die Beurteilung des Erfolges mitberücksichtigt werden sollten. Fazit ist, dass die Vergleichbarkeit der nicht realisierten und realisierten Gewinne und Verluste durch die unterschiedliche Handhabung nicht zwingend gegeben ist.

3.1.1.4 Offenlegung

Im Anhang der Jahresrechnung muss bei beiden Standards ein Sachanlagespiegel offen gelegt werden. Der Spiegel enthält eine Überleitung pro Anlagekategorie von dem Bruttowert zu Beginn der Periode, den Zugängen, den Abgängen, den Reklassifizierungen und den Wertänderungen durch Neubewertungen sowie dem Bruttowert am Ende der Periode.[91] Die SIX fordert zusätzliche Informationen im Schema C für Immobiliengesellschaften. Es müssen im Anhang die Adresse, die Eigentumsverhältnisse, das Baujahr, Grundstücksfläche, die Nutzflächenübersicht sowie das Datum der letzten Sanierung offengelegt werden. Kumuliert pro Anlagekategorie, müssen die aktuellen Werte sowie die Grundsätze der Anlagepolitikausgewiesen werden.[92] Die Richtlinien Corporate Governance fordern, dass im Geschäftsbericht Angaben zur Kompetenzregelung zwischen dem Verwaltungsrat und der Geschäftsleitung offengelegt werden. Die Vergütungen an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung müssen ebenfalls ersichtlich sein. Bestehende Beteiligungsprogramme und die Zuordnung der Beteiligungsrechte müssen offengelegt werden.[93]

---

[91] vgl. IAS 40.76 und Swiss GAAP FER 18.16
[92] vgl. SIX Exchange Regulation / Schema C – Immobiliengesellschaften 2009, S. 6
[93] vgl. SWX Richtlinie Corporate Governance 2008, S. 3

3.1.1.5 Fazit Immobilien Aktiengesellschaften (kotiert)

Die kotierten Immobilien Aktiengesellschaften weisen nach IFRS wie auch nach Swiss GAAP FER praktisch dieselben Anforderungen an die Bilanzierung, Bewertung sowie die Offenlegung von Immobilienwerten auf. Die Fair Values der Immobilienwerte und deren Wertänderungen sind wesentliche Bestandteile der Bilanz respektive der Erfolgsrechnung. Es sind zwar detaillierte Angaben zu den Liegenschaften im Anhang gefordert, allerdings muss der Fair Value pro Liegenschaft nicht ausgewiesen werden. Ebenso wird die Wertänderung pro Liegenschaft nicht ausgewiesen. Einzelne Gesellschaften legen die Fair Values in der Jahresrechnung offen (Beispiel: SPS Swiss Prime Site oder Mobimo). Die effektiven Transaktionspreise bei Verkäufen werden nicht pro Liegenschaft kommuniziert. Es ist folglich weder dem Bilanzleser möglich, die einzelnen Transaktionen zu beurteilen, noch die Wertentwicklung der Liegenschaften zu analysieren. Die Veränderungen werden netto ausgewiesen und enthalten dementsprechend in der Regel Gewinne wie auch Verluste. Bei den realisierten Gewinnen und Verlusten zeigt sich, dass häufig ein Nettoausweis in der Erfolgsrechnung erfolgt. Auch da ist der Nachvollzug der einzelnen Verkäufe nicht transparent nachzuvollziehen. Die Wertänderungen werden zwar nach Gewinnen und Verlusten getrennt dargestellt, doch ist nicht ersichtlich, aus welchen Anlagekategorien die Wertänderungen resultieren (Entwicklungsliegenschaften, Bestandesliegenschaften oder Wertänderung von Akquisitionen).

Die befragten Experten von Immobilien Aktiengesellschaften beurteilen den Einfluss der Rechnungslegung auf operative Entscheide als gering. Der neue Standard IFRS 13 sorgt für Diskussionen mit der Anwendung von „highest and best use“, wobei das Potenzial als gering bewertet und nach Möglichkeit auch sehr zurückhaltend umgesetzt wird. Einen grösseren Einfluss kann die Rechnungslegung bei Share Deals mit Goodwill-Accounting und der Berücksichtigung der latenten Steuern bewirken.

Die Offenlegung von kotierten Immobilien Aktiengesellschaften hilft lediglich sehr beschränkt, um mit Transparenz den fünf untersuchten Verhaltensmuster entgegenzuwirken.

3.1.2 *Immobilienfonds*

3.1.2.1 Bilanzierung der Liegenschaften

Sämtliche Immobilienfonds erstellen ihre Jahresrechnung sowie den Halbjahresbericht nach den Vorschriften vom OR sowie dem KAG und den Richtlinien der SFA. Im Vergleich zu den Immobilienaktiengesellschaften mit IFRS und Swiss GAAP FER sind die

Anforderungen an die Bilanzierung und Bewertung bereits deutlich reduzierter. Die Immobilien sind zu dem Preis zu bewerten, der bei sorgfältigem Verkauf im Zeitpunkt der Schätzung wahrscheinlich erzielt würde.[94] Diese Definition des KAG ist praktisch identisch mit der neuen IFRS Definition vom Exit Value. Die SFA Richtlinien für Immobilienfonds verlangen, dass die Bewertung mit einer dynamischen Ertragswertmethode zu erfolgen hat.[95]

3.1.2.2 Nicht realisierte Gewinne und Verluste

Die Bilanzierungs- und Bewertungsvorschriften geben keine Vorgaben bezüglich den realisierten Gewinnen und Verlusten sowie den nicht realisierten Gewinnen und Verlusten in der Jahresrechnung. Durch die Anwendung von OR gilt ebenso bei den Immobilienfonds grundsätzlich das Bruttoprinzip bei der Offenlegung wesentlicher Sachverhalte. Die Schweizerische Praxis zeigt jedoch, dass in den Jahresabschlüssen der Immobilienfonds in der Erfolgsrechnung die realisierten Gewinne und Verluste netto nach dem Nettoertrag, also dem ausschüttbaren Ertrag, ausgewiesen werden. Grund dafür sind die von der FINMA erlassenen Mindestanforderungen an die Gliederung der Erfolgsrechnung, welche nicht einen separaten Ausweis vorsehen.

3.1.2.3 Realisierte Gewinne und Verluste

Die gleiche Systematik findet sich überdies bei den nicht realisierten Gewinnen und Verlusten, welche nach dem realisierten Ertrag auswiesen werden, wieder. Eine Erläuterung im Anhang findet nicht statt. Die Transparenz bezüglich den Gewinnen und Verlusten ist bei den Immobilienfonds bereits deutlich eingeschränkt. Es ist nicht ersichtlich, wie hoch die Verluste oder die Gewinne aus Liegenschaftenverkäufen oder aus der Wiederbewertung sind.

Die unter Kapitel 3.1.1.3 erwähnte unterschiedliche Berechnung der realisierten Gewinne und Verluste durch den Einbezug der Gestehungskosten ist bei den Immobilienfonds weitgehend Standard. Die realisierten Gewinne oder Verluste werden als Differenz des Nettoerlöses zu den Gestehungskosten berechnet. Somit kann zum Beispiel bei einer sehr lange im Bestand gehaltenen Liegenschaft im Rahmen eines Verkaufes ein deutlich höherer Gewinn resultieren, als wenn die Berechnung zum letzten Marktwert vorgenommen würde. Hier wird von einem falschen Referenzpunkt (Gestehungskosten) aus-

---

[94] vgl. Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen 2006, Art. 88
[95] vgl. SFA Richtlinie Immobilienfonds 2008, S. 3

gegangen. Wie die Berechnung des realisierten Erfolges vorgenommen wird, ist im Anhang der Immobilienfonds nicht dargelegt.
Es gibt Immobilienfonds, die Stockwerkeigentum entwickeln und im Anschluss verkaufen. Der realisierte Gewinn aus dem Verkauf von diesem Stockwerkeigentum wird ebenfalls im realisierten Gewinn oder Verlust zusammen mit den anderen realisierten Gewinne oder Verluste netto ausgewiesen.

3.1.2.4 Offenlegung

Im Vergleich zu den kotierten Immobilien Aktiengesellschaften sind die Gestehungskosten sowie die geschätzten Marktwerte der Liegenschaften im Anhang aufzuführen.[96] Im Vergleich zu den Aktiengesellschaften erhöht diese Anforderung wiederum die Transparenz deutlich. Zusätzlich müssen die Käufe und Verkäufe während dem Jahr offengelegt sowie Angaben zu der verwendeten Schätzungsmethode und über die angewandten Kapitalisierungs- und Diskontsätze getätigt werden.

3.1.2.5 Fazit Immobilienfonds

Der Nettoausweis der nicht realisierten Gewinne und Verluste durch Wertänderungen sowie der Nettoausweis der realisierten Gewinne und Verluste durch Verkäufe führen zu einer beschränkten Transparenz in den Abschlüssen der Immobilienfonds. Zusätzlich werden die realisierten Gewinne oder Verluste durch die Berechnung basierend auf den Gestehungskosten und den Erfolgen aus Verkauf von Stockwerkeigentumsentwicklungen verzerrt.
Der Ausweis der Marktwerte pro Liegenschaft ist ein deutliches Besserstellungsmerkmal gegenüber den Aktiengesellschaften. Jedoch ist auch bei den Immobilienfonds die Veränderung des Marktwertes nicht pro Liegenschaft nachvollziehbar, ausser mit einem Vergleich des Vorjahresgeschäftsberichtes. Die Transaktionspreise von Käufen und Verkäufen werden wie bei den Aktiengesellschaften nicht offengelegt. Ebenso die Offenlegung von Immobilienfonds hilft lediglich sehr beschränkt, um mit Transparenz den fünf untersuchten Verhaltensmuster entgegenzuwirken, und hat bereits einen deutlich tieferen Informationsgrad in dem Geschäftsbericht als kotierte Immobilien Aktiengesellschaften.

---

[96] vgl. Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen 2006, Art. 90

Die Experten der Immobilienfonds beurteilen den Einfluss der Rechnungslegung als gering.

3.1.3 *Anlagestiftungen*

3.1.3.1 Bilanzierung der Liegenschaften

Die Immobilien Anlagestiftungen erstellen die Jahresrechnung nach Swiss GAAP FER 26. Dieser Standard gilt für alle Personalvorsorgeeinrichtungen der Schweiz. Der übergeordnete Grundsatz von Swiss GAAP FER ist anzuwenden, wonach die Jahresrechnung ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage (True & Fair-Prinzip) zu vermitteln hat.[97] Die Liegenschaften werden folglich zu Marktwert bilanziert. Über die anzuwendende Methode bestehen keine Vorschriften. Die Immobilienwerte sind nach dem zu erwartenden Ertrag bzw. Geldfluss unter Berücksichtigung eines risikogerechten Kapitalisierungszinssatzes zu ermitteln.[98] In der Praxis gelangt meistens die DCF Methode zur Anwendung.

3.1.3.2 Nicht realisierte Gewinne und Verluste

Die Wertveränderungen werden über die Betriebsrechnung verbucht. In der Betriebsrechnung werden die Wertänderungen von Immobilien netto ausgewiesen. FER erwähnt sogar ausdrücklich, dass aufgrund des Marktwertprinzips auf eine Aufteilung in realisierte und nicht realisierte Gewinne/Verluste verzichtet werden kann. Eventuell ist ebenso die Verrechnung von Gewinnen und Verlusten innerhalb sachlich zusammengehörenden Anlagen gerechtfertigt.[99] Der Ausweis kann somit in der Betriebsrechnung als eine Zahl erfolgen. In der Praxis wird jedoch teilweise freiwillig die Unterscheidung von realisierten und nicht realisierten Erfolgen vorgenommen.

3.1.3.3 Realisierte Gewinne und Verluste

Wie oben erwähnt, können die realisierten Gewinne und Verluste zusammen mit den nicht realisierten Gewinnen und Verlusten ausgewiesen werden.

---

[97] vgl. Swiss GAAP FER 26.02
[98] vgl. Swiss GAAP FER 26.14
[99] vgl. Swiss GAAP FER 26.19

3.1.3.4 Offenlegung

Die Bewertungsmethode und deren Kernelemente müssen im Anhang offengelegt werden.[100] Ansonsten sind die Anforderungen an die Offenlegung sehr reduziert bzw. gering. In der Praxis ist der Detaillierungsgrad äusserst unterschiedlich. Zum Teil findet eine Anlehnung an die Immobilienfonds statt und zum Teil wird der Informationsgehalt auf die gesetzlichen Anforderungen reduziert.

3.1.3.5 Fazit Anlagestiftungen

Die Anlagestiftungen weisen im Vergleich zu den Immobilien Aktiengesellschaften und den Immobilienfonds deutlich weniger Transparenz in ihren Abschlüssen auf und der Gestaltungsspielraum ist vergleichsweise breit.
Auch die Experten von Anlagestiftungen beurteilen den Einfluss der Rechnungslegung als gering.

3.2 Beurteilung der Verhaltensökonomie – Behavioral Biases

Die Experten wurden mittels generischen Szenarien zu operativen Entscheidungen im Immobilienportfolio befragt. Die Antworten wurden weiter vertieft, um die Hintergründe der Entscheidungen zu erfahren. Die Fragen fokussieren auf Szenarien in Akquisitionen, Verkäufen und zum Umgang mit Bestandesliegenschaften.

3.2.1 *Verlustaversion*

Zur Untersuchung der Verlustaversion wurden die Experten zur Beurteilung von Verlusten und Gewinnen befragt. In einem ersten Teil wurde nach ihrer Einschätzung von realisierten Verlusten, resultierend aus einem Verkauf, sowie nach den nicht realisierten Verlusten, resultierend aus Wertschwankungen, gefragt. Speziell bei den Immobilien Aktiengesellschaften waren die Experten sich einig, dass die Beurteilung von nicht realisierten Verlusten und realisierten Verlusten gleich sein sollte. Beide Arten von Verlusten nehmen einen Einfluss auf die Performance und sollten daher dieselbe Beachtung erhalten. Die Antworten sind rational und aus ökonomischer Sicht nachvollziehbar. Die Experten der Immobilien Aktiengesellschaften gehen ferner davon aus, dass die Bewertungen ihrer Liegenschaften relativ nahe am Markt bewertet sind und den Markt gut

[100] vgl. Swiss GAAP FER 26.14

widerspiegeln. Die Beurteilung deckt sich bei den Immobilienfonds und den Anlagestiftungen teilweise mit den Aktiengesellschaften. Es besteht aber zudem die Ansicht, dass die Marktwertbewertungen der Bestandesliegenschaften rund 15% bis 20% unter dem effektiven Marktwert liegen, der bei einem Verkauf der Liegenschaft erzielt werden kann. Dadurch wird ein nicht realisierter Verlust für weniger tragisch gehalten als ein realisierter Verlust.

Zur Überprüfung dieser Aussagen wurde das Verhältnis zwischen Gewinnen und Verlusten in den Geschäftsberichten der fünf grössten Immobilien Aktiengesellschaften[101] untersucht. In einem ersten Schritt wurden sämtliche, durch Liegenschaftenverkäufe realisierten Verluste kumuliert ins Verhältnis gesetzt zu dem verkauften Liegenschaftenvolumen zu Marktwert. In einem zweiten Schritt wurden die nicht realisierten Verluste durch Tieferbewertungen der Liegenschaften kumuliert ins Verhältnis gesetzt zu dem totalen Anlagevolumen. In der folgenden Abbildung ist deutlich zu sehen, dass die effektiv realisierten Verluste in der Regel tiefer sind als die Verluste aus Wertschwankungen. Der Ausschlag im Jahr 2010 resultiert aus Portfoliobereinigungen der SPS Swiss Prime Site aus früheren Gesellschaftsübernahmen.

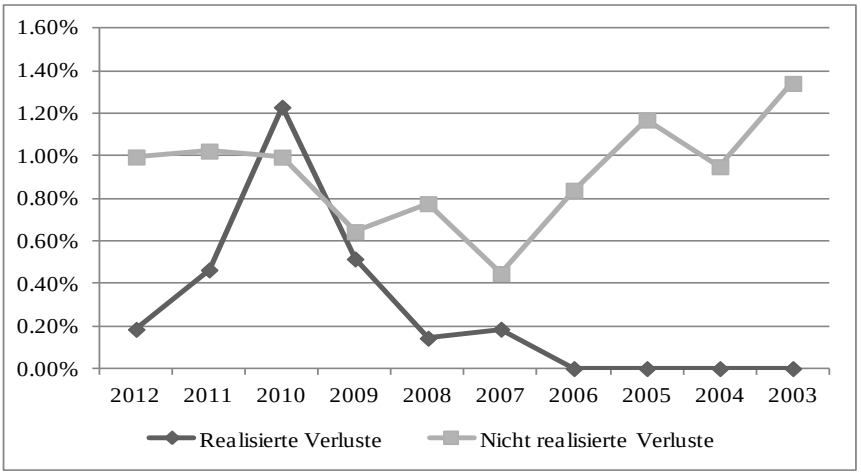


Abbildung 3: Realisierte versus nicht realisierte Verluste bei Schweizer Immobilien AG[102]

Die Experten wurden nach ihrem Vorgehen bei folgendem Szenario befragt: Ursprünglich wurde eine Liegenschaft für CHF 10 Mio. gekauft. Heute hat sie einen Marktwert von CHF 11 Mio. in der Bilanz. Es wurde ein ordentlicher Verkaufsprozess durchgeführt und das höchste Angebot liegt bei CHF 10.5 Mio. Sind sie bereit zu verkaufen? Im

[101] SPS Swiss Prime Site, PSP Swiss Property, Allreal, Mobimo und Intershop

[102] In den Jahren 2006 und älter wurden in den Geschäftsberichten keine realisierten Verluste ausgewiesen. Aufgrund der Rechnungslegungsanforderungen wird davon ausgegangen, dass entweder keine Verluste entstanden sind oder dass sie unwesentlich waren und mit den Gewinnen netto ausgewiesen wurden.

Allgemeinen besteht diese Bereitschaft nicht. Unter Umständen existiert eine gewisse Bereitschaft, wenn der Leidensdruck gross ist und man eine Bereinigung durchzuführen hat. Aus den Antworten sowie aus der Abbildung 3 lässt sich erkennen, dass die Realisation eines Verlustes ein stärkeres Gewicht hat als eine negative Wertschwankung. Wenn man von der Marktwertdefinition ausgeht, dann müsste sich im obigen Szenario der Marktwert auf CHF 10.5 Mio. ändern. Die Experten bevorzugen in der Regel jedoch eine deutliche Verlängerung des Vermarktungszeitraums oder es kann durchaus sein, dass die Liegenschaft schlussendlich nicht verkauft wird. Der Referenzpunt zur Beurteilung des Verkaufes ist die bestehende Marktwertbewertung. Eigentlich müsste die Beurteilung die neuen Umstände berücksichtigen und nur noch die zukünftigen Entwicklungen mitberücksichtigen. Zum Teil wird überdies eine Abwertung in Kauf genommen, um in einer künftigen Periode einen Gewinn zu erzielen. Die Ursache dieser Beurteilung wurde mehrheitlich mit der Hoffnung, dass der Markt sich erneut dreht und eine Aufwertung oder ein Gewinn resultiert, beantwortet. Ein realisierter Verlust wird als ein Eingeständnis für einen schlechten operativen Entscheid betrachtet.

Erstaunlich ist jedoch zudem, dass sich in der Regel der Marktwert aus den vermeintlichen Verkaufsbemühungen nicht entsprechend reduziert. Nicht alle Bewertungsexperten kennen die Transaktionsbemühungen ihrer Kunden.

Die gleiche Auswertung wie mit den Verlusten wurde mit den Gewinnen erstellt. Wieder geht es darum, das Verhältnis von realisierten Gewinnen durch Liegenschaftenverkäufe und nicht realisierten Gewinnen aus Wertveränderungen zu ermitteln. In der Abbildung 4 ist ersichtlich, dass sich im Vergleich zu den Verlusten nun das Verhältnis kehrt: Die realisierten Gewinne sind deutlich höher als die nicht realisierten Gewinne. Auch die Abweichungen sind viel stärker als bei den Verlusten. In der Expertenbefragung hat sich bestätigt, dass ein realisierter Gewinn einen höheren Stellenwert einnimmt als ein nicht realisierter Gewinn. Ein realisierter Gewinn ist „cash in“ und wird daher deutlich bevorzugt.

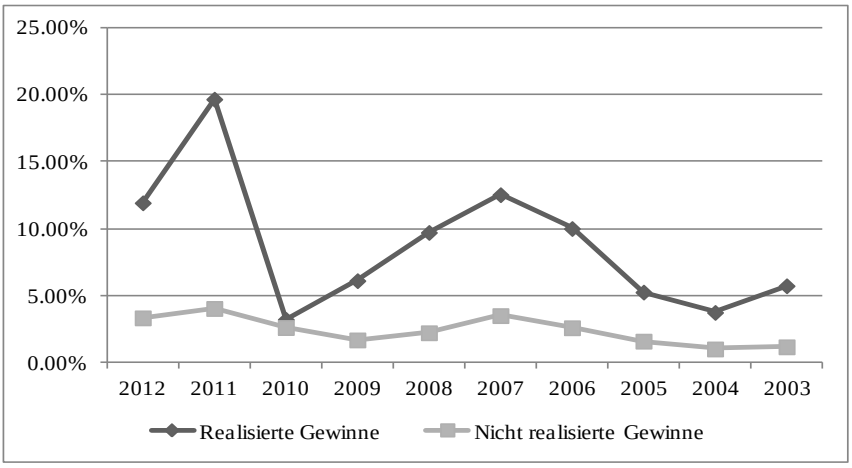


Abbildung 4: Realisierte versus nicht realisierte Gewinne bei Schweizer Immobilien AG[103]

Die Untersuchung zeigt, dass realisierte Verluste anders gewertet werden als nicht realisierte Verluste. Die Abbildung 4 verdeutlicht, dass ebenso die realisierten Gewinne anders beurteilt werden als nicht realisierte Gewinne. Der Untersuchungszeitraum ist praktisch identisch mit der Immobilien Boom-Phase in der Schweiz. Durch den zum Teil hohen Anlagedruck der Anleger und den stetig steigenden Immobilienpreisen respektive sinkenden Renditen für Renditeliegenschaften erklärt sich ein gewisser Anteil an dieser Entwicklung. Auf der anderen Seite müssten die Marktwertbewertungen theoretisch, zumindest mit einem gewissen Time Lag, nachziehen. Die Ergebnisse aus den Untersuchen von Genesove und Mayer (2001) und Gallimore/Hansz/Gray (2000) bestätigen sich aus den Interviews und den Resultaten der Abbildung 3 und Abbildung 4.

Eine ähnliche Untersuchung wurde bei den Immobilienfonds durchgeführt.

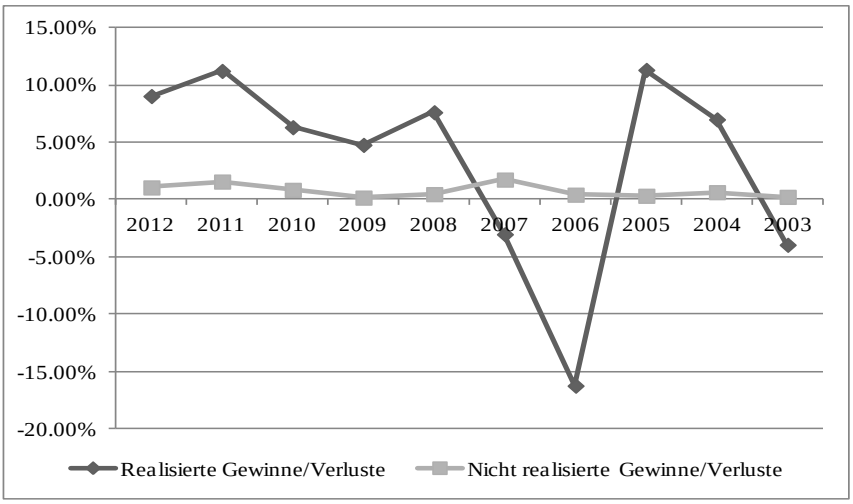


Abbildung 5: Realisierte versus nicht realisierte Gewinne und Verluste bei Schweizer Immobilienfonds[104]

[103] Im Jahr 2011 konnte die SPS Swiss Prime Site die Liegenschaft Volkiland mit einem Bruttogewinn von rund CHF 77 Mio. verkaufen, entsprechend wirkt sich dieser Verkauf in der Auswertung aus.

Wie im Kapitel 3.1.2.2 erwähnt, legen die Immobilienfonds die nicht realisierten sowie die realisierten Gewinne und Verluste netto offen. Dementsprechend wurde der Vergleich mit den Nettozahlen vorgenommen. Die Abbildung 5 zeigt ein praktisch identisches Bild wie bei den Immobilien Aktiengesellschaften: Die realisierten Nettoerfolge sind deutlich höher als der Saldo aus den Wertänderungen. Für die Anlagestiftungen ist diese Auswertung aufgrund der Heterogenität des Informationsgehaltes der publizierten Abschlüsse leider nicht erstellbar. Es wird allerdings davon ausgegangen, dass sich das Verhältnis ähnlich zu den Immobilienfonds verhält.

In einer weiteren Fragestellung wurde die Betrachtungsweise von Gewinnen und Verlusten in ihrer Gesamtheit analysiert. Die Experten wurden zur Portfoliobetrachtung von Gewinnen und Verlusten befragt: Wird das Nettoergebnis von Aufwertungsgewinnen und Abwertungsverlusten schlussendlich als relevante Aussage oder werden die Aufwertungsgewinne respektive die Abwertungsverluste separat betrachtet? In den meisten Fällen – über alle Anlageformen hinweg – spielt die Gesamtbetrachtung eine wichtige Rolle. Solange unter der Nettobetrachtung ein Gewinn resultiert, ist man eher zufrieden, als wenn ein Verlust resultiert. Solange die Verluste mit Gewinnen kompensiert werden können, fallen sie nicht so stark ins Gewicht. In der Regel werden allerdings die Extremwerte auf beide Seiten sehr detailliert analysiert und die Ursachen untersucht.

Die Abbildung 6 zeigt das Verhältnis von nicht realisierten und realisierten Gewinnen und Verlusten der fünf grössten Immobilien Aktiengesellschaften der Schweiz.

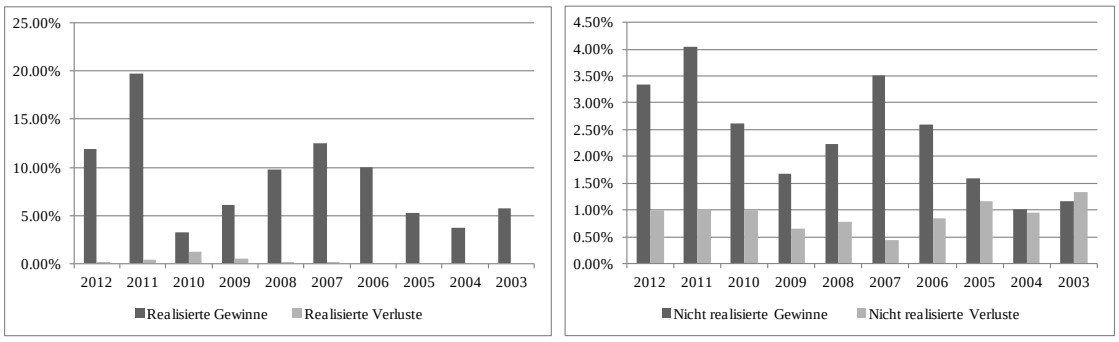


Abbildung 6: Verhältnis von nicht realisierten und realisierten Gewinnen und Verlusten

Die Aussagekraft ist allerdings limitiert, da sich der Schweizer Immobilienmarkt in den letzten Jahren praktisch lediglich in eine Richtung entwickelt hat, sie zeigt jedoch, dass kumuliert bei der Nettobetrachtung praktisch ausschliesslich ein Gewinn resultiert. Ein

[104] Auswertung der vier grössten Immobilienfonds der Schweiz für die Jahre 2003-2012 (UBS Sima, CS 1a Immo PK, CS Siat und UBS Anfos)

ähnliches Ergebnis liefert auch die Einzelbetrachtung der jeweiligen Gesellschaften. Auf die Auswertung der Immobilienfonds wurde verzichtet, da diese, wie bereits erwähnt, eine Nettobetrachtung im Geschäftsbericht publizieren. Das Resultat deckt sich mit den Immobilien Aktiengesellschaften.

Die Nettobetrachtung hat ein grosses Gewicht bei der Beurteilung von Gewinnen und Verlusten. Aus ökonomischer Sicht vergibt man somit Potenzial, respektive das Potenzial wird zum Teil als stille Reserve für das kommende Jahr bewusst genutzt. Dies ist eine Auswirkung des engen Framing, das Kahneman beschreibt.[105] Wenn jede Option einzeln betrachtet und beurteilt wird und der Entscheider beeinflusst ist durch die Verlustaversion, so wird das bestehende Potenzial nicht effektiv ausgeschöpft. Erst die Gesamtbetrachtung aller Optionen in Kombinationen erbringt ein viel höheres Potenzial für das gesamte Portfolio, das sogenannte weite Framing. Das Gleiche gilt bei der Richtpreisfestsetzung: Wenn beim Verkauf einer Liegenschaft der Richtpreis erreicht wurde, wird der Verkauf getätigt, wenn nicht, dann wird viel unternommen, um auch nur einen kleinen Gewinn zu realisieren. Die Bemühungen, um das den Richtpreis übersteigende Angebot noch weiter zu treiben, sind deutlich weniger ausgeprägt als bei den drohenden Verlusten. Der Richtpreis ist der Referenzpunkt, der angepeilt wird. Ist er erreicht, verbucht das Individuum auf seinem mentalen Konto einen Gewinn.

Die Untersuchungen zur Verlustaversion verdeutlichen, dass eine Verlustaversion besteht. Die Resultate sind praktisch identisch für alle Anlageformen. Realisierte Verluste wie auch realisierte Gewinne werden stärker gewichtet als die nicht realisierten Verluste sowie Gewinne. Zusätzlich kommt der Portfoliobetrachtung (Netto-Betrachtung) der Gewinne und Verluste ein starker Einfluss auf die Beurteilung der Investoren zu.

3.2.2 *Dispositions-Effekt*

Der Dispositionseffekt besagt, dass bei Verkäufen tendenziell eher die gewinnbringenden Liegenschaften verkauft werden anstatt der verlustbringenden Liegenschaften.

Zur Analyse dieses Effektes wurden von zwei der fünf grössten Schweizer kotierten Immobilienaktiengesellschaften die Wertentwicklungen ihrer Liegenschaften (insgesamt 364 Liegenschaften) über die letzten zehn Jahre analysiert. Insbesondere wurde die Wertentwicklung der verkauften Liegenschaften vor dem Verkauf (insgesamt 80 Liegenschaften) aufgezeichnet. Für die Wertentwicklung wurde als Benchmark der IPD

[105] vgl. Kahneman 2012, S. 413

Switzerland Annual Index für Büros angewendet. Grund für die Wahl ist, dass beide Gesellschaften hauptsächlich Büro- und Gewerbeliegenschaften halten. Die Wertänderungen wurden auf Basis des IPD Index beginnend im Jahr 2003 indexiert. In der Abbildung 7 sind sämtliche Wertänderungen der 80 verkauften Liegenschaften ersichtlich. Insgesamt 41 Liegenschaften weisen eine positive Wertänderung gegenüber dem IPD Index (rote Linie) auf und befinden sich über der roten Linie und 39 Liegenschaften verzeichnen eine negative Wertentwicklung gegenüber dem IPD Index. Das Verhältnis ist demnach nahezu identisch.

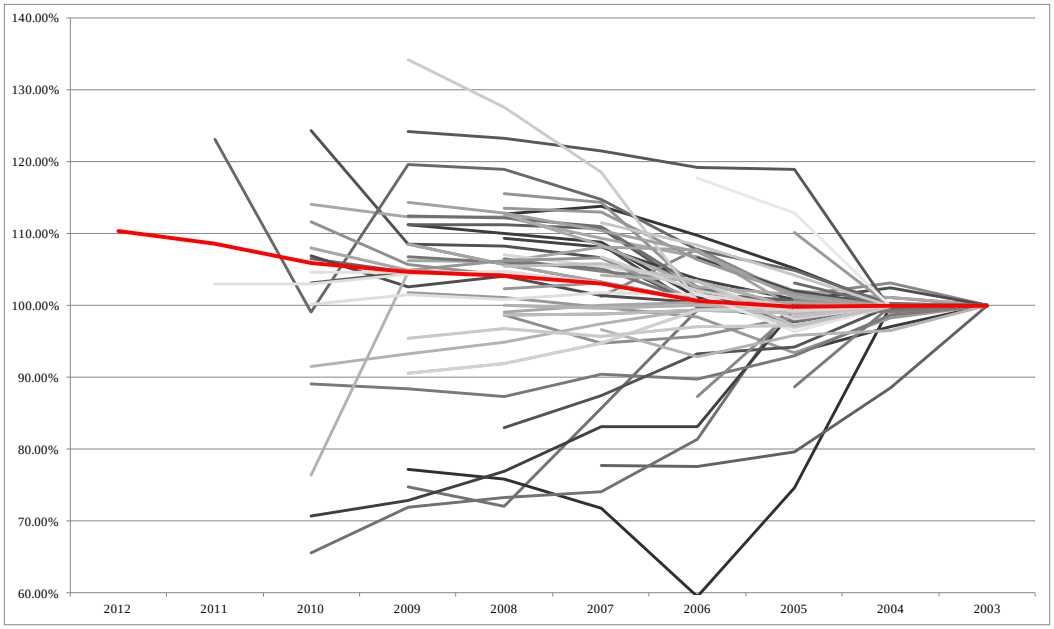


Abbildung 7: Wertentwicklung vor dem Verkaufszeitpunkt bei Immobilien Aktiengesellschaften

Wird nun das verkaufte Anlagevermögen betrachtet, so ändert sich das Verhältnis wesentlich: Die verkauften Liegenschaften mit einer positiven Wertänderung hatten im Jahr vor dem Verkauf insgesamt ein Anlagevolumen von CHF 664 Mio. (70%) im Gegensatz zu der zweiten Gruppe mit CHF 282 Mio. (30%).

Der Dispositions-Effekt besteht aus den vier Merkmalen: Verlustaversion, Mentale Buchführung, Reue sowie Selbstkontrolle.[106] Im vorherigen Kapitel konnte aufgezeigt werden, dass die effektiv realisierten Gewinne im Vergleich zu den effektiv realisierten Verlusten deutlich höher ausfallen. Daraus sind Anzeichen der Verlustaversion bemerkbar. Die mentale Buchführung wurde in den Experten-Interviews immer wieder erkennbar. Als Referenzpunkt dient der letzte Schätzwert und der ursprüngliche Kaufpreis

[106] vgl. Shefrin/Statman 1985, S.778

spielt bei den institutionellen Anlegern nur noch eine sehr untergeordnete Rolle. Der Zähler wird mit jeder neuen Bewertung wieder auf null gesetzt, sprich der Referenzpunkt wird auf den neuen Schätzwert angepasst. Für einen potenziellen Verkauf wird der Referenzpunkt zur Beurteilung herangezogen, ob ein Gewinn oder ein Verlust resultiert. Bei einem potenziellen Verlust wird in der Regel der Verkauf verzögert oder abgebrochen. Aus der Abbildung 7 sowie dem Vergleich der verkauften Anlagevolumen mit einem Verlust ist ersichtlich, dass es sich durchschnittlich bei den verkauften Liegenschaften mit einer negativen Wertveränderung vor dem Verkauf tendenziell volumenmässig um kleinere Liegenschaften handelt als bei den positiven Wertänderungen. Bei den Immobilienaktiengesellschaften können im Vergleich zu anderen Immobilienanlageformen häufiger Umschichtungen im Immobilienportfolio beobachtet werden. Zum Teil folgen nach erfolgreichen Share Deals Bereinigungen des Portfolios durch Verkäufe nicht strategiekonformer Liegenschaften. Gemäss Aussagen der Experten werden bei solchen Bereinigungen eher Verluste realisiert als sonst. Daraus kann geschlossen werden, dass es sich bei diesen Objekten nicht um das virtuelle Konto des Portfoliomanagers handelt, sondern um einen übergeordneten Entscheid. Der Verlust wiegt dadurch kleiner respektive wird der Referenzpunkt mit dem Übernahmewert der Liegenschaft nicht auf dem eigenen Konto belastet.

Dieselbe Betrachtung wurde bei zwei Schweizer Immobilienfonds vorgenommen und in Abbildung 8 dargestellt.

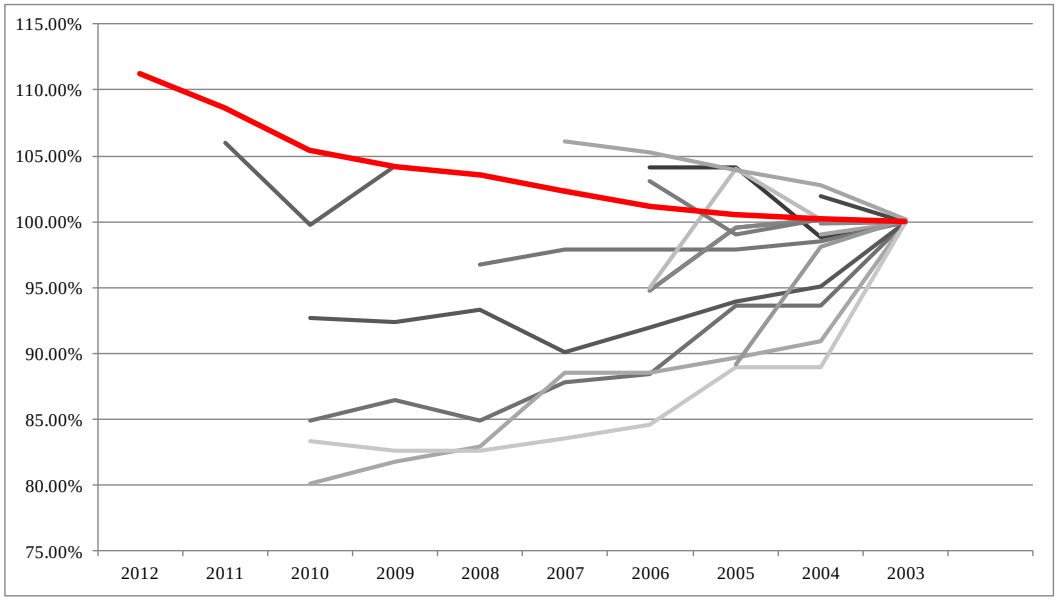


Abbildung 8: Wertentwicklung vor dem Verkaufszeitpunkt bei zwei Immobilienfonds

Bei den Immobilienfonds wurde für die Wertentwicklung als Benchmark der IPD Switzerland Annual Index für Wohnen angewendet (rote Linie). Insgesamt wurde die Wertentwicklung von 209 Liegenschaften betrachtet. Es wurden sechs Liegenschaften mit einem Anlagevolumen von CHF 46 Mio. mit einer positiven Wertveränderung vor dem Verkauf aufgezeichnet sowie zehn Liegenschaften mit einer negativer Wertentwicklung mit einem Volumen von CHF 53 Mio. Das Verhältnis ist bei den Fonds ausgeglichener und die Anzahl der Transaktionen ist deutlich niedriger. Dies ist auf die verstärkte „buy and hold" Strategie der Immobilienfonds zurückzuführen.

Auch das dritte Merkmal, die Reue, ist aus den Antworten in den Experten-Interviews erkennbar. Aussagen, wie zum Beispiel „Wir haben noch nie eine Liegenschaft mit Verlust verkauft" oder „Wenn wir einen Verlust realisieren, haben wir etwas falsch gemacht", deuten auf die Reue aus den Verlusten hin. Es wird versucht, Verluste zu vermeiden. Eher wird eine negative Wertänderung auf der Liegenschaft in Kauf genommen, als bereits einen Verlust zu realisieren. Durch die Wertveränderung ändert sich überdies der Referenzpunkt und die Chance, die Liegenschaft allenfalls doch mit einem sogenannten Gewinn zu verkaufen, steigt allenfalls. Nichtsdestotrotz wird durch das Zuwarten der effektive Verlust mit grosser Wahrscheinlichkeit grösser.

Die Selbstkontrolle hat bei einem Liegenschaften-Portfolio eine weniger starke Wirkung wie zum Beispiel bei einem Obligationen- oder Aktienportfolio. Der Effekt aus der Selbstkontrolle besagt, dass gegen Ende des Jahres eher Verluste realisiert werden als unter dem Jahr, da am Ende des Jahres die Werte im Geschäftsbericht publiziert werden. Bei einem Liegenschaftenportfolio werden die Bewertungen in der Regel ein- bis zweimal, teilweise auch viermal jährlich erhoben. Durch die Illiquidität der Immobilie führt eine negative Wertveränderung nicht umgehend zu einem Verkauf. Die Selbstkontrolle weist aber trotzdem eine wesentliche Bedeutung auf. Die institutionellen Investoren erstellen mindestens einmal jährlich eine Attributionsanalyse der Performance. Dabei werden die einzelnen Werttreiber für die Wertentwicklung analysiert. Die Resultate fliessen entsprechend in die Objektstrategie der Liegenschaft. Bei einer sich negativ entwickelnden Liegenschaft kann es zu einem Verkauf kommen, sodass die Selbstkontrolle folglich einen positiven Effekt auf den Dispositions-Effekt hat. Allerdings sind die Entscheidungswege und -instanzen und somit die Kontrollwirkung bei Liegenschaften im Bestand deutlich reduzierter als zum Beispiel bei einer Akquisition.

Aus der Gegenüberstellung der realisierten Verluste zu den nicht realisierten Verlusten und den realisierten Verlusten sowie den Resultaten aus den Experten-Interviews ist ein

Dispositions-Effekt erkennbar. Verlustbringende Liegenschaften werden in der Regel zu lange gehalten. Eine negative Wertänderung wird einer Verlustrealisation vorgezogen.
Ob mehrheitlich gewinnbringende Liegenschaften verkauft werden, kann aufgrund der Untersuchungen nicht abschliessend beurteilt werden. Zwar ist deutlich erkennbar, dass der Anteil an realisierten Gewinnen wesentlich höher ist als die realisierten Verluste – zusätzlich ist das Verhältnis der verkauften Liegenschaften mit einer positiven Wertentwicklung vor dem Verkauf deutlich höher als diejenigen mit einer negativen Wertentwicklung. Da die effektiven Transaktionspreise der verkauften Liegenschaften nicht publiziert werden, kann dieser Effekt nicht abschliessend beurteilt werden. Die Resultate aus den Verkäufen werden lediglich auf Basis der Gesamtauswertung der realisierten Gewinne respektive Verluste pro Gesellschaft nachvollzogen. Eine Zuweisung auf die einzelnen Liegenschaften ist nicht möglich. Auf Basis der Gesamtauswertung in Abbildung 6 kann allerdings davon ausgegangen werden, dass sich das Verhältnis in etwa analog der Grafik verhält.
Bei sämtlichen Gesellschaftsformen spielen überdies die Erwartungen der Eigner eine starke Rolle. Die Gesellschaften werden an spezifischen Leistungskennzahlen gemessen. Um diese Kennzahlen zu erfüllen, werden zum Teil auch kurzfristige Strategieänderungen vorgenommen und es gibt Anweisungen, Liegenschaften mit hohem Gewinnpotenzial zu veräussern. Bei einer anderen Gesellschaft gibt aber ebenso den bewussten Entscheid, einzelne gewinnbringende Liegenschaften nicht zu verkaufen, obwohl konkrete Angebote mit einem enormen Gewinnpotential vorliegen. Der Verkauf von gewinnbringenden Liegenschaften kann allenfalls eine Reaktion auf Analysten- und Investorenerwartungen an die Zielerreichung darstellen.
Die Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien leisten bei dem Dispositions-Effekt keinen wesentlichen Beitrag zur Reduktion. Die Immobilien Aktiengesellschaften sind nicht dazu verpflichtet, die Marktwerte der Liegenschaften im Anhang auszuweisen. Einzelne Gesellschaften publizieren die Marktwerte. Sehr informativ wären die effektiven Transaktionspreise im Vergleich zu den bisherigen Marktwerten. Dementsprechend kann nachvollzogen werden, welche Liegenschaften mit einem Gewinn und welche Liegenschaften mit einem Verlust veräussert werden. Ganz selten werden die Transaktionspreise publiziert. Meistens handelt es sich in solchen Fällen um Erfolgsereignisse wie zum Beispiel Bahnhofstrasse 53 in Zürich oder der Verkauf des Einkaufzentrums „Volkiland“.

3.2.3 *Endowment-Effekt*

Der Endowment-Effekt oder Besitztumseffekt würde implizieren, dass man einer Liegenschaft einen Nutzwert zuordnet, der sich deutlich über dem aktuellen Marktwert befindet. Die Bereitschaft, einen Verkauf einer Liegenschaft zu vollziehen, besteht erst, wenn der Nutzwert übertroffen wird.

Die Experten wurden befragt, wie die Richtpreisfestsetzung für ein Objekt mit einer Objektstrategie Verkauf vorgenommen wird. Der ursprüngliche Kaufpreis war CHF 10 Mio., der heutige Marktwert liegt bei CHF 11 Mio. In einer zweiten Frage wurde geklärt, ob die Richtpreisfestsetzung unterschiedlich ausfällt, wenn der aktuelle Marktwert sich bei CHF 9 Mio. befindet.

Bei den Immobilien Aktiengesellschaften ist der Effekt nicht so ausgeprägt wie bei den Immobilienfonds oder bei den Anlagestiftungen. Als Basis für die Richtpreisfestlegung dient bei nahezu allen Anlageformen die aktuelle Marktbewertung. Dazu addiert werden sämtliche Transaktionskosten (Handänderungskosten, Maklerkosten etc.). Zum Teil wird zusätzlich bereits ein Anteil an die anfallenden Grundstückgewinnsteuern noch dazu addiert sowie teilweise noch ein Jahresmietzins in der Kalkulation mitberücksichtigt. In der Abbildung 9 ist die Spannbreite der möglichen Richtpreise ersichtlich. Unter Berücksichtigung der geschätzten Prozentsätze des Umfangs der Aufschläge, resultiert ein Aufschlag von rund 10% bis 15% über dem aktuellen Marktwert.

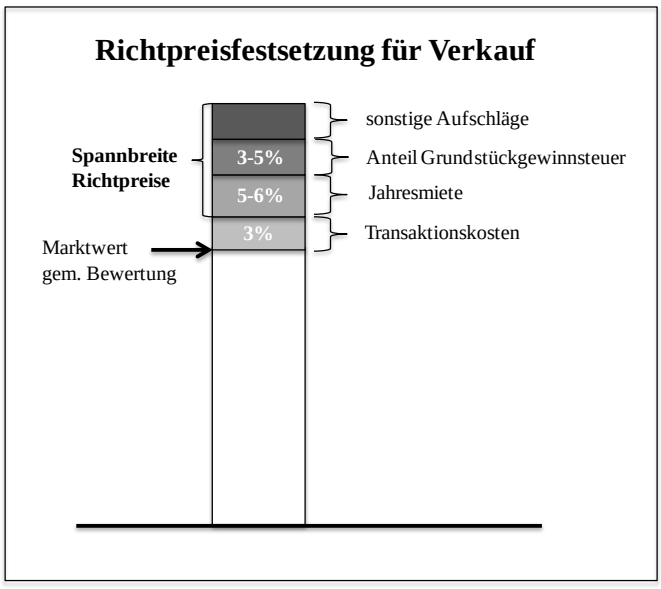


Abbildung 9: Richtpreisfestsetzung für den Verkauf

Die Befragung bezog sich auf ein durchschnittliches Standard-Objekt (vollvermietete Wohnliegenschaft in der Agglomeration von Zürich).

Die Immobilien Aktiengesellschaften halten in ihren Portfolios zum Teil grosse Spezialobjekte oder grosse Objekte an Top-Lagen. Die Preisfestsetzungsmethodik weicht bei diesen Objekten von der oben genannten Methodik ab. Zum Teil werden hier „Best Buyer“ Bewertungen (highest and best use) erstellt, um den potenziellen Marktwert für den Käufer zu ermitteln. Im Verkaufsprozess werden keine Richtpreise genannt, sondern Angebote der potenziellen Käufer abgewartet. Die „Best Buyer“ Bewertung fungiert lediglich als Anhaltspunkt für die Verkaufsverhandlungen.

Der Richtpreis für ein Verkaufsobjekt wird unterschiedlich festgelegt. In beinahe allen Standardsituationen wird der Richtpreis deutlich über dem Marktpreis festgelegt. Die Zusammensetzung des Aufschlags ist von Gesellschaft zu Gesellschaft unterschiedlich – zum Teil systematisch sowie zum Teil mittels prozentualen Zuschlägen. Es kann daraus geschlossen werden, dass den Liegenschaften ein subjektiver Nutzwert zugeordnet wird. Mit einem Verkauf soll folglich ein Gewinn erwirtschaftet werden oder zumindest ein Status quo. Dies zeigt sich, wenn schwindende Jahresmieten mittels des Gewinns gedeckt werden sollen. Diese Tatsache untermauert die Feststellung von Seger (2011), dass die Investoren im Grundsatz nicht bereit sind, den von ihnen geforderten Richtpreis für eine Liegenschaft zu bezahlen.[107] Diese Handhabung bestätigt zusätzlich die gewonnenen Erkenntnisse aus dem Kapitel 3.2.2 Dispositionseffekt. Liegenschaften werden in der Regel nur verkauft, wenn sich ein Gewinn realisieren lässt. Bei potenziellen Verlusten wird die Liegenschaft tendenziell im Bestand belassen.

Der Endowment-Effekt bestätigt sich bei sämtlichen Anlageformen. Eine unterstützende Wirkung hat die seit längerer Zeit anhaltende Boom-Phase im Immobilienmarkt.

Die zweite Fragestellung, ob die Richtpreisfestlegung bei einer vorgängigen negativen Wertentwicklung der Liegenschaft unterschiedlich vorgenommen wird, wurde von sämtlichen Experten verneint. Der Referenzpunkt ändert sich von Bewertungszeitpunkt zu Bewertungszeitpunkt. Die letzte Bewertung ist stets der Referenzpunkt. Vergangene negative Wertänderungen werden in der Richtpreisfestsetzung zumindest objektiv nicht berücksichtigt.

Die Feststellungen von Genesove und Mayer (2001) können hiermit teilweise bestätigt werden. Sie haben in ihren Untersuchungen festgestellt, dass in der Boom-Phase der Richtpreis rund 12% über dem letzten Marktwert angesetzt wird.[108] Die oben genannte Spannbreite von 10% bis 15% Aufpreis über dem letzten Marktwert lässt dies bestäti-

[107] vgl. Seger 2011, S. 48
[108] vgl. Genesove/Mayer 2001, S. 1236

gen. Auf der anderen Seite haben Genesove und Mayer herausgefunden, dass bei einer früher erfolgten Wertminderung der Richtpreis rund 25% bis 35% über dem letzten Marktwert angesetzt wird. Dieser Effekt konnte aufgrund der Befragungen nicht bestätigt werden. Der ursprüngliche Kaufpreis spielt in den Überlegungen nur noch eine sehr untergeordnete Rolle.

3.2.4 *Sunk Costs*

Transaktionskosten stellen typische Sunk Costs bei Immobilientransaktionen dar. Transaktionskosten sind Kosten die bei einem Kauf oder Verkauf fällig werden, allerdings in der zukünftigen Beurteilung der Liegenschaft und deren Performance grundsätzlich keinen Einfluss haben dürften. Die Handhabung der Transaktionskosten wurde ebenso in den Experten-Interviews thematisiert. Grundsätzlich gibt es über alle Gesellschaftsformen eine mehr oder weniger gleichwertige Handhabung.

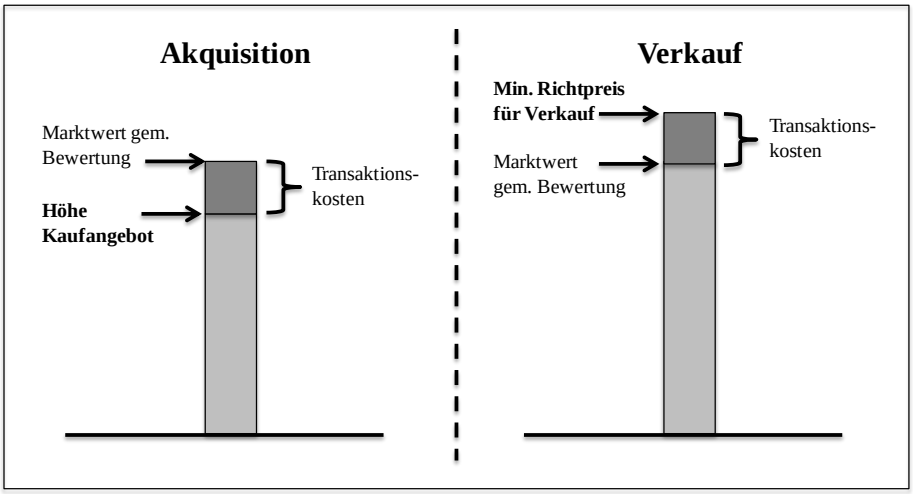


Abbildung 10: Berücksichtigung der Transaktionskosten

Die Abbildung 10 verdeutlicht, dass bei einer Akquisition die Marktwertbewertung die Ausganslage bildet. Von dem Marktwert werden die voraussichtlichen Transaktionskosten[109] abgezogen. Der verbleibende Residualwert ist in der Regel der Maximalbetrag für das Kaufangebot. Die umgekehrte Handhabung erfolgt beim Verkauf einer Liegenschaft. In der Regel bedeutet die letzte Marktwertbewertung die Basis für die Richtpreisfestsetzung. Die Transaktionskosten für den Verkauf werden nun aber dazu addiert.

[109] Unter Transaktionskosten werden sämtliche Kosten, die im Zusammenhang mit einem Kauf oder Verkauf einer Liegenschaft noch zusätzlich anfallen, wie zum Beispiel Handänderungskosten, Notariatsgebühren, Maklerkosten etc. verstanden.

Diese Darlegung zeigt die theoretische Berücksichtigung der Transaktionskosten durch die Investoren, ohne dass zusätzliche Markteinflüsse berücksichtigt werden. In einer Boom-Phase ist der Abzug der Transaktionskosten bei Akquisitionen nicht immer möglich und es werden auch Prämien[110] bezahlt. Gleiches gilt für die Verkäufe: Auch hier wirken noch zusätzliche Einflüsse auf die Verkaufspreisfestsetzung, die bei der weiteren Betrachtung ignoriert werden (vgl. Kapitel 3.2.3).

Die Transaktionskosten bei einem Verkauf sind keine effektiven Sunk Costs und werden in der Folgebetrachtung nicht weiter verfolgt.

Betrachtet man nun das Vorgehen und die Motivation bei einer Akquisition im Detail, so ist erkennbar, dass der Investor vermeiden will, dass die Transaktionskosten einen Effekt auf die Erfolgsrechnung haben. Diese Überlegungen sind grundsätzlich einleuchtend und aus ökonomischer Sicht nachvollziehbar.

Welcher Marktwert erscheint nun in der Bilanz der Gesellschaften? In den vergangenen Jahren gab es immer wieder Diskussionen über den Ausweis von Netto- oder Bruttomarktwerten in der Jahresrechnung. Untersuchungen von Zaugg, Krämer (2007)[111] oder auch von Zaborowski, Behrens (2012)[112] zeigen, dass in der Schweiz grundsätzlich Bruttomarktwerte zur Anwendung gelangen. Unter dem Bruttomarktwert wird der effektive Kaufpreis verstanden, ohne Berücksichtigung der Kauftransaktionskosten. Folglich werden die Transaktionskosten über die Erfolgsrechnung verbucht. Die zweite Variante ist der Nettomarktwert. Bei dieser Variante werden die zukünftigen Verkaufstransaktionskosten bereits vom Marktwert in Abzug gebracht. Zur Diskussion steht teilweise überdies noch die Super-Bruttomarktwertmethode, bei welcher ebenso die Kauftransaktionskosten in der Marktwertbetrachtung mit gedeckt würden.[113]

Wenn nun die theoretische Anwendung der Investoren mit der Bilanzierungsrichtlinie von IFRS verglichen wird, so kommt nicht effektiv die Bruttomarktwertmethode zur Anwendung, sondern die Superbruttomethode. Die Frage der effektiven Umsetzbarkeit bezogen auf die Marktverhältnisse bleibt weiter bestehen.

Mit der Einführung von IFRS 13 wird der Marktwert wie folgt definiert: Der Fair Value ist der Preis, den unabhängige Marktteilnehmer unter marktüblichen Bedingungen zum Bewertungsstichtag beim Verkauf eines Vermögenswertes vereinnahmen (sogenannte

---

[110] Als Prämie wird die Differenz des effektiven Kaufpreises zur Akquisitions-Marktwertbewertung verstanden. Als Synonym gilt der Aufpreis.
[111] vgl. Zaugg/Krämer 2007, S. 69-76
[112] vgl. Zaborowski/Behrens 2012, S. 943-947
[113] vgl. Zaborowski/Behrens 2012, S. 946

Exit-Preis).[114] Auch bei dieser leicht abgeänderten Version ist die Frage nach den Verkaufstransaktionskosten weiterhin nicht geklärt. Die Wirtschaftsprüfer und die Bewerter diskutieren momentan intensiv, ob die Verkaufstransaktionskosten von dem Marktwert in Abzug gebracht werden sollen, damit der Exit-Preis dem effektiv zu erzielenden Verkaufserlös entspricht.

Mit dem Exit-Preis wird jedoch klar, dass die Transaktionskosten für den Kauf nicht in der Marktwertbewertung mitberücksichtigt werden dürfen. Dementsprechend fällt die Super-Bruttomethode eigentlich weg.

Bei der Akquisition wird in der Praxis eine Rückrechnung vorgenommen und der Residualwert wird als Offert-Preis eingereicht. Erhält nun der Investor den Zuschlag für die Liegenschaft, müsste eigentlich der dem Verkäufer offerierte Residualwert der neue Marktwert sein, nach der gängigen Praxis: Der effektive Marktwert ist erst bekannt, wenn die Liegenschaft verkauft ist. Eine dynamische Bewertung nach DCF darf keine Transaktionskosten berücksichtigen. Folglich dürfte in der Folgebewertung, sofern sich die verschiedenen Einflussfaktoren nicht wesentlich geändert haben, eigentlich der effektive Kaufpreis als Marktwert erwartet werden. Diese Handhabung ist in der Praxis allerdings nicht anzutreffen. Aus den Experten-Interviews mit den Bewertern ist zum Ausdruck gekommen, dass es in der Regel zu keiner Anpassung kommt. Die Transaktionskosten befänden sich in der Schweiz im Rahmen der Schätzungsungenauigkeit und seien daher in der Regel nicht weiter im Fokus.

Werden nun Abbildung 10 und oben genannter Sachverhalt betrachtet unter der Annahme, dass dieselbe Liegenschaft mit dem gleichen Mechanismus mehrmals wieder verkauft würde, so ergibt sich ein Kaskadeneffekt, der sich jeweils um die Transaktionskosten vervielfacht.

Die Transaktionskosten werden als Sunk Costs in der Beurteilung der Kaufpreise respektive der Marktwerte mitberücksichtigt. In der Erfolgsrechnung werden sie unter den Wertänderungen der Marktwerte ausgewiesen. Der Ausweis erfolgt jedoch nicht offen, sondern wird von den nicht realisierten Gewinnen oder Verlusten in Abzug gebracht. Die Argumentation der Investoren und der Bewerter ist, dass die Transaktionskosten grundsätzlich nicht wesentlich sind (rund 1% bis 3% des Kaufpreises) und dadurch in den Wertänderungen untergehen. Bei jüngeren Anlagegefässen mit kleinerem Wertänderungsvolumen können die Transaktionskosten jedoch zu Verlusten führen, die durch

[114] vgl. IFRS 13.09

den Nettoausweis in der Erfolgsrechnung nicht auf die Ursache zurückzuführen sind. Auch bei den Transaktionskosten erschwert der Nettoausweis in allen Anlagegefässen die transparente Beurteilung der Sachverhalte.

3.2.5 *Druck auf die Bewerter*

In den Experten-Interviews wurde das Thema Druck auf die Bewerter in verschiedenen Fragen indirekt und teilweise ebenso direkt, mit den Bewertern wie auch mit den Investoren, diskutiert.

Bei der direkten Frage, ob Druck auf die Bewerter ausgeübt wird, verneinte die Mehrheit der befragten Investoren dies. Der Bewerter muss eine unabhängige Marktwertschätzung erstellen, die es durch die Investoren nicht zu beeinflussen gilt. Die Objektstrategie des Investors sollte sich nicht in der Bewertung widerspiegeln, sondern vielmehr eine „neutrale“ Beurteilung der Liegenschaft aufzeigen, die der Marktwert-Definition entspricht. Die Bewerter bestätigten in den Interviews diese Aussagen: Der Druck sei nicht so gross und vor ein paar Jahren sollen die Diskussionen noch intensiver mit den Investoren ausgefallen sein.

Ein weiteres Frageszenario war: Basis bildet eine Akquisitionsbewertung von CHF 10 Mio., der Richtpreis liegt bei CHF 10.5 Mio. – besteht die Bereitschaft, ein Angebot über CHF 10.5 Mio. abzugeben auf Basis sehr guter Resultate aus der Due Diligence? Die Mehrheit der Investoren ist in der heutigen Marktsituation klar bereit, ein Angebot beim Richtpreis einzugeben. Speziell die Immobilienfonds wie auch die Anlagestiftungen zeigen eine relativ hohe Bereitschaft, sofern sie das Potenzial in der Liegenschaft erkennen. Bei den Immobilien Aktiengesellschaften verhält es sich jedoch unterschiedlich. Zum Teil ist die Bereitschaft da, aber es gibt ebenso klare Aussagen, dass man nie eine Prämie bezahle. Die Aktiengesellschaften investieren momentan vermehrt in eigene Entwicklungen und nicht oder lediglich vereinzelt in neue Liegenschaften.

Das oben genannte Szenario würde zu einem Einwertungsverlust von rund CHF 0.5 Mio. führen. Die Investoren, die bereit sind, ein Angebot beim Richtpreis abzugeben, nehmen in solchen Situationen die Diskussion mit den Bewertern auf. In der Regel kommt es zu einer Anpassung der Akquisitionsbewertung, sofern das Potenzial gesehen wird. Die Bewerter bestätigen die Diskussionen in diesen Situationen. Die Begründung ist, dass eine Marktbewertung schlussendlich eine Schätzung ist mit einer Schätzungsungenauigkeit von ±5 Prozent. Innerhalb der Bandbreite kann es zu Anpassungen kommen, sofern das Potenzial nachvollzogen werden kann. Je nach Bewertungsanlass

(Akquisitions- oder Bestandesbewertung) werden die einzelnen Bewertungsparameter aus dem Netto-Cash Flow der DCF-Bewertung unterschiedlich ausgereizt. In der Akquisitionsbewertung wird bei den einzelnen Parametern vermehrt das Limit ausgeschöpft, um überhaupt noch Akquisitionen tätigen zu können. Die Bewerter bestätigen, dass aufseiten der Investoren die Diskussionspartner in den letzten Jahren professioneller sowie fachkundiger geworden sind. Die Diskussionen finden vermehrt in den Details der einzelnen Parameter statt. Die Werte der Akquisitionsbewertung werden in der Folgebewertung zum Periodenabschluss gestützt, sofern keine wesentlichen Marktänderungen eintreffen. Die Investoren bestätigen, dass die Akquisitionsbewertungen im Vergleich zu ihren Bestandesbewertungen grösstenteils eine erkennbar tiefere Nettorendite respektive IRR ausweisen (bei vergleichbaren Objekten).

Bei den Folgebewertungen für Liegenschaften im Bestand ist der Druck nicht mehr so gross. Durch die Investoren werden Plausibilitätskontrollen der Bewertungen durchgeführt und wesentliche Differenzen besprochen.

Aus den Interviews war zu erkennen, dass die unterschiedlichen Anlage-Vehikel unterschiedliche Philosophien zur Marktbewertungen haben. Wenn man bei der vorher genannten Bandbreite von 10% bleibt, so befinden sich die Anlage-Vehikel auf unterschiedlichen „Flughöhen“ innerhalb dieser Bandbreite. Aufgrund der Interviews sind diese Aussagen nicht quantifizierbar und sehr subjektiv. Zur Überprüfung dieser Feststellung wurden die Netto-Wertänderungen der letzten zehn Jahre bei den Immobilien Aktiengesellschaften und den Immobilienfonds verglichen. In Abbildung 11 ist die jährliche Wertänderung der Immobilien Aktiengesellschaften ersichtlich. Als Benchmark wurde der IPD Switzerland Annual Index für Büro (rote Linie) verwendet. Vergleicht man die unterschiedlichen Gesellschaften, so ist eine bestimmte „Flughöhe“ bei den Wertänderungen deutlich zu erkennen. In die Beurteilung der Wertänderungen muss zusätzlich noch berücksichtigt werden, dass bei Gesellschaften mit Eigenentwicklungen jeweils ein wesentlicher Anteil der Wertänderungen aus diesem Bereich stammt und folglich die Wertänderungen aus den Bestandesliegenschaften entsprechend niedriger ausfallen.

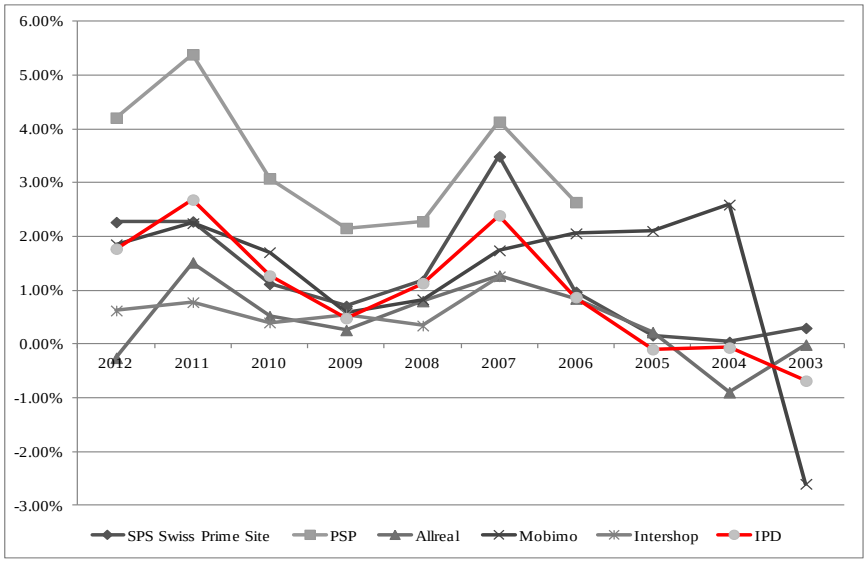


Abbildung 11: Netto-Wertveränderungen der fünf grössten Schweizer Immobilien Aktiengesellschaften[115]

Bei den Immobilienfonds sind die unterschiedlichen „Flughöhen“ in der Abbildung 12 auch deutlich zu erkennen. Auffallend ist, dass sich die Immobilienfonds eher unterhalb dem Benchmark befinden im Vergleich zu den Immobilien Aktiengesellschaften.

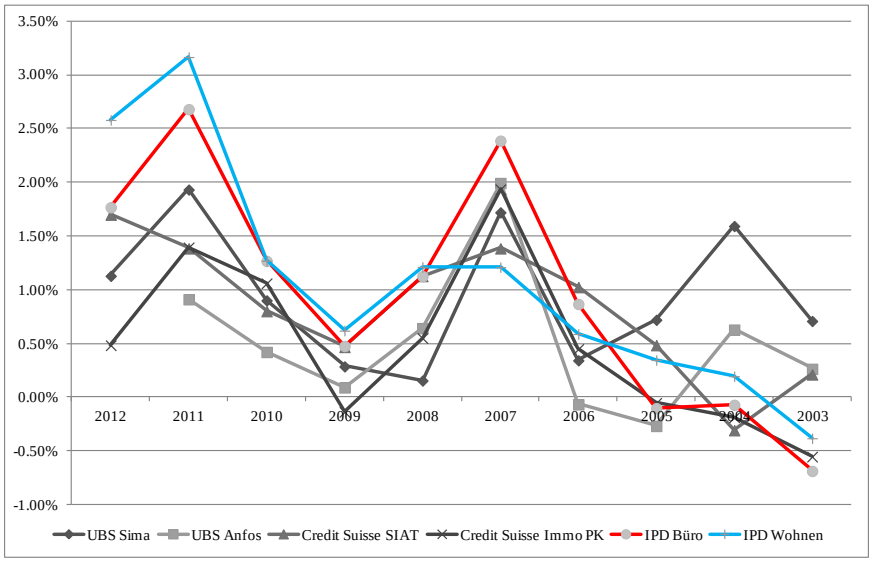


Abbildung 12: Netto-Wertveränderung der vier grössten Schweizer Immobilienfonds

Der Bewerter ist zusätzlich vermehrt einem Honorardruck ausgesetzt. Bewertungen sind zu einem „Commodity Produkt“ geworden. Die Zeitspanne für eine Erstbewertung erstreckt sich zwischen zehn bis 16 Stunden inklusive der Besichtigung für eine gängige Wohnliegenschaft. Die effektiv verwendete Zeit durch den Bewertungsspezialisten zur Analyse und Einschätzung der Liegenschaft beläuft sich noch auf rund ein bis zwei

[115] Von der PSP sind öffentlich nur die Geschäftsberichte bis 2006 verfügbar

Stunden. Eine Folgebewertung dauert drei bis vier Stunden, ohne Besichtigung. Die Prozesse werden permanent optimiert und automatisiert. Die Marktanteile sind weitgehend verteilt und der Markt entsprechend gesättigt. Neue Marktanteile müssen demnach über den Preis generiert werden. Diese Annahme wird gestützt durch die Tatsache, dass zum Teil durch die Bewerter Mandatsausschreibungen wahrgenommen werden, welche ausschliesslich dazu dienen, den Preis neu zu verhandeln.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass ein gewisser Druck in der Akquisitionsbewertung besteht und ein gewisser Verhandlungsraum existiert, der durch die Investoren gezielt genutzt wird. Häufig wird die Bandbreite der Schätzungenauigkeit von ±5 Prozent genannt. Diese Ungenauigkeit bewirkt eine Bandbreite von zehn Prozent, in der sich die unterschiedlichen Bewertungen befinden. In den Akquisitionen wird dazu tendiert, eher gegen das obere Ende der Bandbreite zu gehen, um im aktuellen Marktumfeld den Erwerb von Liegenschaften noch rechtfertigen zu können. Diese Feststellung wird durch die Wirtschaftsprüfer, welche jeweils am Periodenende die Bewertungen mit ihren Bewertungsspezialisten überprüfen, bestätigt. Ein weiterer Druck auf die Bewerter besteht in der Mandatsbeziehung. Die Marktanteile sind weitgehend verteilt. Es kommt relativ selten zu Wechseln der Bewertungsexperten bei den institutionellen Anlegern. Allerdings nimmt der Druck auf das Honorar in den letzten Jahren zu. Dies führt zu einer vermehrten Automatisierung des Bewertungsprozesses, aber ebenso zu erhöhten Risiken der Qualität der Bewertungen. Die meistens langjährigen Mandatsverhältnissen und die Grösse einzelner Mandate können einen gewissen Einfluss auf die Unabhängigkeit der Bewerter ausüben.

4 Schlussbetrachtung

4.1 Fazit

Die vorliegende Untersuchung hatte zum Ziel, den Einfluss der Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien auf das Verhalten der operativen Entscheidungsträger zu beleuchten sowie zu überprüfen, ob die Richtlinien kognitive Verzerrungen reduzieren oder verhindern. Aufgrund der unterschiedlichen Regulationsdichte wurde dies anhand von kotierter Immobilien Aktiengesellschaften, Immobilienfonds sowie Anlagestiftungen analysiert.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass der Einfluss der Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien bei operativen Entscheiden lediglich gering ist. Am höchsten ist der Einfluss bei Immobilien Aktiengesellschaften, gefolgt von den Immobilienfonds und schlussendlich den Anlagestiftungen. Die Reihenfolge korreliert mit der Höhe an regulatorischen Anforderungen an die Anlageformen. Noch wichtiger ist, ob die hohen Anforderungen tatsächlich unterstützend wirken. Mittels der erhöhten Transparenz soll der Anleger die Möglichkeit erhalten, allfällige Informationsasymmetrien aus dem Prinzipal-Agent-Verhältnis zu reduzieren und der Prinzipal kann sich folglich ein umfassenderes Bild der Gesellschaft verschaffen.

Die Informationsanforderungen an die Immobilien Aktiengesellschaften sind hoch, allerdings genügen sie nicht, um die untersuchten kognitiven Verzerrungen zu vermeiden oder zumindest nachvollziehbar darzulegen. Der institutionelle Anleger nimmt einen nicht realisierten Verlust durch eine Wertänderung eher hin als einen realisierten Verlust durch einen Verkauf der Liegenschaft. Die realisierten Verluste sind im Verhältnis auch deutlich niedriger als die nicht realisierten Verluste. Bei den Gewinnen ist es genau umgekehrt: Die realisierten Gewinne liegen deutlich höher als die nicht realisierten Gewinne. Eine Verlustaversion besteht. Die institutionellen Anleger bevorzugen bei einer schwer verkäuflichen Liegenschaft das Zuwarten und intensivieren die Verkaufsbemühungen. Die Liegenschaft zu verkaufen und damit einen Verlust zu realisieren, wird eher nicht in Betracht gezogen. Eine Tendenz zum Dispositions-Effekt besteht. Liegenschaften mit Wertminderungen werden häufig zu lange gehalten. Ob tendenziell eher Liegenschaften verkauft werden, mit welchen ein deutlicher Gewinn erzielt würde, konnte im Rahmen der Untersuchung nicht abschliessend beantwortet werden.

Die Transparenz ist bei Immobilien Aktiengesellschaften deutlich am höchsten im Vergleich zu den anderen Anlageformen, auch wenn dem Bilanzleser zum Teil wesentliche

Informationen fehlen. Mit einer zusätzlichen Offenlegung der Marktwerte pro Liegenschaft und der Publizierung der Transaktionspreise bei Verkäufen und Käufen würde die Möglichkeit zur Urteilsbildung massiv erhöht werden. Die Gesellschaften wehren sich zum Teil gegen die Offenlegung der Marktwerte, da sie eine Benachteiligung bei einer möglichen Verkaufstransaktion sehen. Diese Aversion bestätigt eine weitere Feststellung, die über alle Anlageformen gleich war – der Endowment-Effekt. Die institutionellen Anleger neigen dazu, den potenziellen Verkaufspreis einer Liegenschaft deutlich über dem aktuellen Marktwert festzulegen. Die Anleger fügen ihren Liegenschaften einen Nutzwert zu, der wesentlich höher ist als der aktuelle Marktwert (+10% bis 15%).
Die Nettobetrachtung nimmt einen wesentlichen Einfluss auf die Beurteilung von Gewinnen und Verlusten in allen Anlageformen. Dadurch wird nicht das grösstmögliche Potenzial aus dem Portfolio realisiert. Verluste werden so durch Gewinne kompensiert und eher akzeptiert.
Die Transaktionskosten werden als Sunk Costs in der Beurteilung der Marktwertbewertung durch die Investoren mitberücksichtigt. Es wird versucht, keinen Effekt durch die Transaktionskosten in der Erfolgsrechnung zu verzeichnen.
Bei Immobilienfonds sowie Anlagestiftungen sind die gleichen Verhaltensmuster wie bei Immobilien Aktiengesellschaften zu erkennen. Zum Teil sind die Ausprägungen jedoch unterschiedlich. Bei Immobilienfonds und Anlagestiftungen gehen die Experten davon aus, dass ihre Bewertungsparameter weniger stark ausgereizt sind wie die Aktiengesellschaften und daher die Immobilienwerte auch weniger volatil sind. Entsprechend verändern sich die Auswirkungen in der Beurteilung von Verlusten oder von potenziell zu erzielenden Gewinnen. Es bestehen hierdurch gewisse Reserven, welche der institutionelle Anleger bewusst nutzt.
Ein gewisser Druck auf die Bewerter besteht in den Akquisitionsbewertungen durch die momentan hohe Nachfrage nach Renditeliegenschaften und den erheblichen Anlagedruck. Mit den Bewertern werden Diskussionen geführt, um im Rahmen von Akquisitionen Spielraum erhalten zu können. Dabei ist von einer Bandbreite von rund 10% auszugehen. Ein Teil der institutionellen Anleger nutzt diese Möglichkeit bewusst.

Mit den Untersuchungen konnte die eingangs erstellte erste Hypothese nicht vollständig bestätigt werden. Zwar üben höhere regulatorischen Anforderungen an die Bilanzierungs-, Bewertungs- und Offenlegungspflichten einen gewissen Einfluss auf die institu-

tionellen Anleger aus, jedoch wird der Einfluss bei den untersuchten Anlageformen als sehr gering beurteilt und ist dementsprechend unwesentlich.

Die zweite Hypothese, dass die vorhandenen Interpretationsspielräume auf die Bilanzierung und die Bewertungsparameter von den institutionellen Anlegern gezielt genutzt werden, um Entscheide unter subjektiven Einflüssen zu rechtfertigen und ihren Nutzen zu maximieren, kann zum grossen Teil bestätigt werden. Die Untersuchungen der fünf Verhaltensmuster der Verhaltensökonomie haben erwiesen, dass Einflüsse in unterschiedlichem Ausmass über alle untersuchten Anlageformen bestehen. Die herrschenden Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien genügen nicht, um kognitive Verzerrungen zu vermeiden oder zumindest nachvollziehbar darzulegen.

Dennoch ist davon auszugehen, dass die Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien nicht ausreichen, um sich ein umfassendes Bild zu verschaffen. Die Offenlegung erfolgt in einem unterschiedlichen Detaillierungsgrad. In der Erfolgsrechnung werden viele Positionen wie beispielsweise die realisierten Gewinne und Verluste wie auch die nicht realisierten Gewinne und Verluste netto ausgewiesen, speziell bei Immobilienfonds und Anlagestiftungen.

Für eine transparentere Beurteilung der untersuchten Verhaltensmuster könnten folgende ergänzenden Informationen in den Geschäftsberichten der drei Anlageformen dienen:

- Marktwerte pro Liegenschaft
- Jährliche Wertänderungen pro Liegenschaft
- Transaktionspreise bei Verkäufen und Käufen
- Separater und konsequenter Ausweis der Kauf-Transaktionskosten in der Erfolgsrechnung
- Bruttoausweis der realisierten Verluste und realisierten Gewinne
- Bruttoausweis der nicht realisierten Verluste und nicht realisierten Gewinne

In Bezug auf den Druck auf die Bewerter könnten folgende Informationen weiterführend sein:

- Nennung der Mandatsdauer im Geschäftsbericht
- Offenlegung des Gesamthonorars für die Bewertungsdienstleistungen
- Einheitliches aussagekräftiges Bewertungstestat

Die Informationsasymmetrien werden durch den institutionellen Anleger gezielt genutzt, um seinen Nutzen zu maximieren. Mit den oben genannten zusätzlichen Informationen würde der Prinzipal über zusätzliche hilfreiche Informationen verfügen, um sich ein umfassendes Bild der Entwicklung des Anlage-Vehikels zu verschaffen.

4.2 Diskussion

Die Untersuchungen der Geschäftsberichte wurden über den Zeitraum von 2003 bis 2012 vorgenommen und die Antworten der Experten beziehen sich auf das heutige Marktumfeld. In diesem Zeitraum sind die Preise für Renditeliegenschaften im Schweizer Immobilienmarkt permanent gestiegen. Viele Immobilien Aktiengesellschaften sind erst in diesem Zeitraum gegründet worden oder hatten währenddessen ein sehr starkes Wachstum verzeichnet. Eine Trendumkehr im Immobilienmarkt kann eine Veränderung in den untersuchten Verhaltensmustern hervorrufen.

Der absolute Betrag der Wertänderungen im Verhältnis zum Anlagevolumen fällt nicht stark ins Gewicht. Bei den Immobilien Aktiengesellschaften sind jedoch die Verhältnisse der Wertänderungen zum Reingewinn heute auf rund 50% bis zu fast 75%. Es kann davon ausgegangen werden, dass eine Trendumkehr im Immobilienmarkt eine negative Auswirkung auf die Immobilienwerte hat und somit zu negativen Wertänderungen führt. Dies dürfte den Druck von den institutionellen Anlegern auf die Bewerter massiv erhöhen.

Die Untersuchungen wurden auf Basis von öffentlich zugänglichen Daten durchgeführt, um über die gleichen Voraussetzungen wie der Prinzipal zu verfügen. Weiterführend wären die Untersuchungen mit den firmeninternen Daten. Damit können die effektiven Transaktionspreise mitberücksichtigt werden und die in die Nettodarstellung einfliessenden Komponenten könnten einzeln beachtet und beurteilt werden. Dadurch entsteht ein noch ausgeprägteres Bild der einzelnen Verhaltensmuster. Zudem beschränkten sich einzelne Analysen auf die fünf grössten Schweizer Immobilien Aktiengesellschaften und die vier grössten Schweizer Immobilienfonds. Anhand des Anlagevolumens ergibt sich zwar eine wesentliche Abdeckung des Schweizer Marktes, allerdings können, durch die kleine Anzahl untersuchten Anlage-Vehikel, andere Einflussfaktoren wie zum Beispiel Vergütungs- und Anreizsysteme der einzelnen Anlage-Vehikel einen Einfluss auf die Resultate verzeichnen. Eine breiter angelegte Analyse der Geschäftsberichtsdaten kann die Auswertungen weiter verfeinern.

Mit der teilstandardisierten Expertenbefragung konnte die Fragestellung intensiv mit den Experten diskutiert und die Überlegungen zu einzelnen Entscheidungen auf die Hintergründe vertieft werden. Ergänzend wäre eine repräsentative quantitative Umfrage zur Vertiefung der Feststellungen interessant.

4.3 Ausblick

Die Untersuchungen haben ergeben, dass die Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien lediglich einen sehr untergeordneten Einfluss auf die operativen Entscheidungen der institutionellen Anleger aufweisen. Auf der einen Seite ist es gut, dass Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien einen unwesentlichen Einfluss auf Entscheidungen ausüben, auf der anderen Seite müssen die Richtlinien den Informationsbedürfnissen des Prinzipals genügend Rechnung tragen. Es ist weniger entscheidend, welche Rechnungslegung angewendet wird, sondern viel wichtiger ist, wie sich das Investorenverhalten respektive die Erwartungen der Anleger gestalten. Entsprechend verhalten sich die Firmen beziehungsweise deren Management. Die unterschiedlichen Anlageformen haben unterschiedliche Vergütungssysteme, welche das Verhalten der institutionellen Anleger vermutlich beeinflussen. Eine Untersuchung zu den Einflüssen der Vergütungs- und Anreizsystemen bei den unterschiedlichen Anlageformen und deren Einfluss auf die operativen Entscheidungen kann eine interessante Ergänzung zu der vorliegenden Untersuchung darstellen.

Bei der Betrachtung der Prinzipal-Agent Thematik liegt der Fokus dieser Arbeit auf dem Verhältnis zwischen dem Investor (Prinzipal) sowie dem institutionellen Anleger (Agent). Wie in der Abbildung 1 aufgezeigt, besteht ein weiteres Prinzipal-Agent Verhältnis zwischen dem institutionellen Anleger (in diesem Verhältnis der Prinzipal) und dem Bewerter (Agent). Die Einflüsse bei diesem Verhältnis konnten im Rahmen der Arbeit lediglich am Rande bearbeitet werden. In der Verhaltensökonomie ist die Problematik des „Appraisal smoothing“ ein international sehr weit untersuchtes Thema. Eine Untersuchung zu diesem Verhaltensmuster im Schweizer Immobilienmarkt kann weiterführende Resultate im Bereich der Verhaltensökonomie im Immobilienbereich erbringen.

Literaturverzeichnis

Baumeister, R.F./Bratslavsky, E./Finkenauer, C./Vohs, K.D. (2001): Bad is stronger than good, in: Review of General Psychology 5 (2001)

Bokhari, S./Geltner, D. (2010): Loss Aversion and Anchoring in Commercial Real Estate Pricing: Empirical Evidence and Price Index Implications, in: Real Estate Economics 39(4), Mai 2010

Canonica, F. (2009): Die Immobilienbewertung, St. Gallen 2009

Crane, A.D./Hartzell, J.C. (2010): Is there a disposition effect in corporate investment decisions? Evidence from real estate investment trusts, in: Working Paper, University of Texas at Austin - Department of Finance (2010)

Einiö, M./Kaustia, M./Puttonen V. (2008): Price setting and the reluctance to realize losses in apartment markets, in: Journal of Economic Psychology 29:1, 2008, S. 19-34

Eisenhardt, K.M. (1989): Agency theory; an assessment and review, in: The academy of management review, Vol. 14, No. 1, 1989, S. 57-74

Expertengruppe Immobilienbewertung und –rechnungslegung (2012): IFRS 13 - Fair Value Measurement - Auswirkungen auf die Bewertung und die Bilanzierung von Liegenschaften, in: Schweizer Treuhänder 12/2012, S. 938-942

Gallimore, P. (1994): Aspects of information processing in valuation judgment and choice, in: Journal of Property Research, 11:2, 1994, S. 97-100

Gallimore, P./Hansz, J.A./Gray, A. (2000): Decision-making in small property companies, in: Journal of Property Investment and Finance, Nr. 6/2000, S. 602-612

Genesove, D./Mayer, C. (2001): Loss Aversion and Seller Behavior: Evidence from the Housing Market, in: The Quarterly Journal of Economics, 116(4) 2001, S. 1233-1260

Greiner, M. (2008): Verhaltenstheorie: Behavioral Real Estate, in: Schulte, K.-W (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band IV, Volkswirtschaftliche Grundlagen, München 2008, s. 374-393

Heath, C./Larrick, R.P./Wu, G. (1999): Goals as reference points, in: Cognitive Psychology 38, 1999

International Accounting Standards Board (Hrsg.) (2011): International Financial Reporting Standards 2012, London 2011

Jensen, M.C./Meckling, W.H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, V.3/No.4 (1976), S. 305-360

Kahneman, D./Slovic, P./Tversky, A. (1982): Judgment under uncertainty: Heuristics and biases, New York 1982

Kahneman, D./Tversky, A. (1979): Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, in: Econometrica, 47(1979)2, S. 263-292

Kahneman, D. (2012): Schnelles Denken, langsames Denken, München 2012

Kaustia, M. (2010): Disposition Effect, in: Baker, H.K./Nofisinger J.R. (Hrsg.): Behavioral Finance – Investors, Corporations and Markets, Hoboken New Jersey 2010, S. 171-190

KGAST - Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (Hrsg.) (2010): Kennzahlen von Immobilien-Sondervermögen (Anlagegruppen) in Anlagestiftungen, Fachinformation Nr. 1, April 2010

Knetsch, J.L. (1989): The Endowment Effect and Evidence of Nonreversible Indifference Curves, in: American Economic Review 79 (1989), S. 1277-1284

Krueger, A.B. (2001): Supply and demand: an economist goes to the super bowl, in: Milken Institute Review: A Journal of Economic Policy 3 (second quarter 2001), S. 22-29

Läge, D. (2012): Erkenntnis- und Wissenschaftstheorie: Teil 1 - Normative und deskriptive Wissenschaften und die Frage nach der Rationalität des menschlichen Geistes, Universität Zürich, Curem (06.03.2012)

Levy, D./Schuck, E. (1999): The influence of clients on valuations, in: Journal of Property Investment and Finance, 17. Jg., Nr. 4/1999, S. 380-400

Ling, D.C./Archer, W.R. (2010): Real Estate Principles; A Value Approach, third edition, New York 2010

Odean, T. (1998): Are investors reluctant to realize their losses?, in: Journal of Finance 53:5 (1998), S. 1775-1798

Novemsky, N./Kahneman, D. (2005): The boundaries of loss aversion, in: Journal of Marketing Research 42 (2005), S. 123

Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) (Hrsg.) (2012a): RICS Bewertung und Wertermittlung – Wertermittlungsstandards der RICS, deutsche Ausgabe, London Mai 2012

Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) (Hrsg.) (2012b): Swiss Valuation Standards (SVS), 2. überarbeitete und ergänzte Auflage, Zürich 2012

Schmutz, C.G. (2013): IFRS nützen den Investoren weniger als vermutet, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 146, 27. Juni 2013

Seger, B. (2011): Preisfestlegungsmechanismen beim Erwerb direkter Immobilienanlagen in der Schweiz, Zürich 2011 (Masterarbeit CUREM Universität Zürich),

Seiler, M./Seiler, V./Traub, S./Harrison D. (2008): Regret Aversion and False Reference Points in Residential Real Estate, in: Journal of Real Estate Research, 2008, 30:4, S. 461-474

Seiler, M./Seiler, V./Lane, M. (2010): Mental accounting and false reference points in real estate investment decision-making, in: Journal of Behavioral Finance, Juni 2010

Shefrin, H./Statman, M. (1985): The disposition to sell winners too early and ride loosers too long: Theory and Evidence, in: The Journal of Finance, Volume 40, Issue 3 (1985), S.777-790

SIX Swiss Exchange (Hrsg.) (2008): Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance, Oktober 2008

SIX Swiss Exchange (Hrsg.) (2010): Kotierungsreglement, November 2010

SIX Swiss Exchange (Hrsg.) (2012): Richtlinie betr. Rechnungslegung, Juni 2012

SIX Swiss Exchange (Hrsg.) (2012): Rundschreiben Nr. 1 Meldepflichten im Rahmen der Aufrechterhaltung der Kotierung, März 2012

SIX Swiss Exchange (Hrsg.) (2008): Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität, Oktober 2008

SIX Swiss Exchange (Hrsg.) (2009): Schema C - Immobiliengesellschaften, Juli 2009, S. 1-16

Swiss Funds Association SFA (Hrsg.) (2008): Fachinformation Kennzahlen für Immobilienfonds, April 2008

Swiss Funds Association SFA (Hrsg.) (2008): Richtlinie Immobilienfonds, April 2008

SVKG, SEK /SVIT (Hrsg.) (2012): Das Schweizerische Schätzerhandbuch, 4. Auflage, Aarau 2012

SWISS GAAP FER, Stiftung für Fachempfehlungen zur Rechnungslegung (Hrsg.) (2012): Fachempfehlung zur Rechnungslegung 2012/2013, Zürich 2012

Schulte, K.-W. (2005): Immobilienökonomie, Bd.1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München 2005

Thaler, R.H. (1980): Toward a positive theory of consumer choice, in: Journal of Economic Behavior and Organization 39(1980), S. 853-870

Wang, K./Wolverton, M.L. (2002): Real Estate Valuation Theory, Norwell Massachusetts 2002

Wolverton, M.L./Gallimore, P. (1999): Client feedback and the role of the appraiser, in: Journal of Real Estate Research, 18. Jg., Nr. 3/1999, S. 415-432

Zaborowski, C./Behrens, K. (2012): Immobilienwerte gemäss IFRS im internationalen Vergleich, in: Der Schweizer Treuhänder, 12/2012, S. 943-947

Zaugg, D./Bach, R.F./Meister, D. (2011): Neue IFRS Regeln zur Bestimmung des Fair Value – Was ändert sich für den Immobiliensektor, in: IRZ - Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung, Oktober 2011, s. 433-437

Zaugg, D./Krämer, C. (2007): IFRS-Jahresabschlüsse von Immobiliengesellschaften, in: Der Schweizer Treuhänder, 1-2/2012, S. 69-76

Zaugg, D. (2013): Real Estate Newsletter Ernst & Young AG, Juni 2013, Interview mit Cyrill Schneuwly und Thomas Kaul, Intershop

Anhang

Anhang 1: Interview Partner

Experte	Unternehmung	Funktion	Interview-termin
Investoren			
Michael Keller	SPS Swiss Prime Site	Leiter Portfoliomanagement	27. Juni 2013
Christian Germann	Pensimo Manage-ment	Fonds- und Portfoliomanager	5. Juli 2013
Peter Grossenbacher	Mobimo AG	Leiter Portfoliomanagement	15. Juli 2013
Bruno Schweinzer	Avadis	Leiter Immobilien	3. Juli 2013
Christoph Stäger	Schweizerische Mo-biliar	Leiter Immobilien	5. Juli 2013
Roland Süsstrunk	Swisscanto	Leiter Portfoliomanagement	10. Juli 2013
Dominik Weber	Immofonds	Geschäftsführer	26. Juni 2013
Andreas Wirz	Intershop Holding	Leiter Portfoliomanagement	3. Juli 2013
Bewerter			
Rolf Bach	Ernst & Young	Leiter Transaction Real Esta-te Schweiz	5. Juli 2013
Jan Eckert	Jones Lang LaSalle	CEO Switzerland	4. Juli 2013
Marco Feusi	Wüest & Partner	Partner	4. Juli 2013
Ulrich Prien	KPMG	Partner, Head Real Estate Switzerland	9. Juli 2013
Beat Seger	KPMG	Leiter Transaction Services Real Estate	1. Juli 2013
Marie Seiler	PWC	Senior Manager Real Estate Advisory	10. Juli 2013
Prüfer			
Markus Schmid	PWC	Director	19. Juni 2013
Daniel Zaugg	Ernst & Young	Partner & Sector Leader Real Estate Schweiz	18. Juni 2013

Anhang 2: Interview-Leitfragen

Interview-Leitfragen für Investoren	
Nr.	**Fragen**
1	Verwaltetes Vermögen in CHF?
Immobilienfonds	
-	CHF 1.22 Milliarden
-	Rund CHF 2 Milliarden: - Versicherung: rund CHF 1 Milliarde - Lebensversicherung: rund CHF 400 Mio. - Pensionskasse: rund CHF 400 Mio. - Fonds: investiert CHF 20 Mio., Verpflichtungen über CHF 400 Mio. für Neubauprojekte
-	Rund CHF 650 Mio.
Immobilien Aktiengesellschaften	
-	Rund CHF 9 Milliarden
-	CHF 1.23 Milliarden
-	CHF 2.4 Milliarden
Anlagestiftungen	
-	2 Portfolios mit rund CHF 2.5 Milliarden - Wohnportfolio: CHF 1.9 Milliarden - Geschäftsportfolio: CHF 600 Millionen
-	Rund 5 Milliarden
2	Anzahl Liegenschaften in dem Portfolio?
Immobilienfonds	
-	125 Liegenschaften
-	Insgesamt rund 180 Liegenschaften (ohne angebundene Projekte)
-	87 Liegenschaften
Immobilien Aktiengesellschaften	
-	200 Liegenschaften
-	55 Renditeliegenschaften - 11 Entwicklungsliegenschaften

- Rund 200 Liegenschaften	
Anlagestiftungen	
- Rund 210 inkl. Bauprojekte	
- 200 Liegenschaften	
3	Nutzungsmix in dem Portfolio?
Immobilienfonds	
- Ganze Schweiz - 90% Wohnen - 10% Gewerbe	
- 60% Wohnen - 20% Büro - 10% Retail - 10% übriges	
- 75% Wohnen - 10% Büro - 10% Gewerbe - 5% übriges	
Immobilien Aktiengesellschaften	
- Schweiz - 40% Gewerbe - 35% Verkauf - 6% Restaurant/Kino - 6% Parking - 1% Wohnen - 5% übriges - 7% Lager	
- Büro 32% - Wohnen 19% - Detailhandel 17% - Gewerbe 11% - 7% Hotel/Gastronomie - 14% übrige Nutzung	

Anlagestiftungen	
- 75% Wohnen - 25% Büro/Gewerbe	
- 48% Wohnen - 52% kommerziell (Retail, Büro, Gewerbe)	
4	Welche Rechnungslegung kommt zur Anwendung?
Immobilienfonds	
- KAG, OR	
- Gesellschaft ist nicht kotiert. - Swiss GAAP FER wird angewendet. - Auch der Fonds wendet Swiss GAAP FER an. Einziger wesentliche Unterschied zu KAG ist, dass die Entwicklungsprojekte „at Cost" bewertet werden und nicht zu Fair Value.	
- OR mit KAG	
Immobilien Aktiengesellschaften	
- IFRS	
- IFRS/Es erfolgt im Berichtsjahr eine Umstellung auf Swiss GAAP FER - Grund für die Umstellung waren weniger Immobilienthemen, sondern mehr allgemeine Themen im IFRS, welche für eine Immobiliengesellschaft in der Schweiz wenig Sinn machen. Beispiel dafür ist IAS 19 oder auch Finanzinstrumente mit IFRS 7 oder wie bisher IAS 32/39. - Einziges Immobilienthema war vielleicht IFRS 13. Es ist schwierig, wenn das gesamte Potenzial bereits ausgereizt werden muss aufgrund eines Rechnungslegungsstandards. - Zudem ist die Gesellschaft schweizorientiert und die Anleger sind grundsätzlich auch Schweizer. - Die Transparenz soll gleich hoch bleiben mit Swiss GAAP FER. - Es wird sozusagen der heutige Stand von IFRS eingefroren für Swiss GAAP FER.	
- IFRS - Die Rechnungslegung nach IFRS ist enorm teuer. Sie macht jedoch die Ab-	

	schlüsse zu einem grossen Teil vergleichbar. - Der Wechsel auf Swiss GAAP FER wurde auch schon geprüft. Ist momentan jedoch noch kein Thema.
Anlagestiftungen	
	- Swiss GAAP FER 26
	- Swiss GAAP FER 26
5	Haben Sie darüber hinaus gehende Vorschriften bezüglich der Rechnungslegung, die Sie zu befolgen haben?
Immobilienfonds	
	- SFA Offenlegung Kennzahlen
	- Nur die üblich bekannten, gemäss Gesetzgebung.
	- SFA Kennzahlen
Immobilien Aktiengesellschaften	
	- EPRA Kennzahlen - Corporate Governance nach SIX sowie weitere SIX Vorschriften
	- Corporate Governance nach SIX sowie weitere SIX Vorschriften - EPRA nicht
	- Wir legen mehr Informationen offen, als von IFRS gefordert wird. So zeigen wir zum Beispiel, wie sich die Wertänderung zusammensetzt (aus Renditeliegenschaften und aus Einwertungsgewinnen von Entwicklungsliegenschaften), oder wir legen sämtliche Marktwerte offen. Die zusätzliche Offenlegung ist nicht immer nur ein Vorteil. Bei einem Verkauf einer Liegenschaft kann der potenzielle Käufer relativ schnell überprüfen, wie sich die Liegenschaft im Wert über die letzten Jahre entwickelt hat.
Anlagestiftungen	
	- KGAST
	- Keine weiteren Vorschriften bezüglich der Rechnungslegung.
6	Haben Sie interne Anlagerichtlinien, welche über die publizierten Richtlinien hinausgehen?
Immobilienfonds	
	- Nur die publizierten Anlagerichtlinien

- Bei der Finanzierung gibt es noch zusätzliche, nicht publizierte Richtlinien bezüglich der Finanzierungsart (variabel/fix) und bezüglich der Laufzeiten. Momentan besteht die Tendenz einer langen Anbindung (bis zu 15 Jahren).
- Nein
- Nein
Immobilien Aktiengesellschaften
- Die publizierten Anlagerichtlinien, gemäss Geschäftsbericht - Das Anlagereglement regelt die Anlagestrategie der Gesellschaft. Bei der Auswahl der Investitionen konzentriert sich die Gesellschaft primär auf Geschäftsliegenschaften mit guten Entwicklungsaussichten an den grösseren Wirtschaftsstandorten der Schweiz. Die wesentlichen Kriterien bei der Auswahl von Investitionen in Gewerbeliegenschaften sind Qualität des Standorts, wirtschaftliche Entwicklungsaussichten, Erschliessung durch Verkehrswege und öffentliche Verkehrsmittel, architektonisches Konzept und Ausbaustandard, Vermietungsstand beziehungsweise Vermietungsmöglichkeit, Solvenz und Zusammensetzung der Mieter, Nutzungsflexibilität der Gebäude, zu erwirtschaftende Rendite sowie vorhandenes Potenzial für Wert- und Ertragssteigerung. - Zwecks Optimierung des Ertrags ist ein Fremdfinanzierungsgrad von 65% des gesamten Immobilienbestands zulässig. Zur Sicherung entsprechender Kredite können Grundstücke verpfändet werden. Der Fremdfinanzierungsgrad errechnet sich aus dem verzinslichen Fremdkapital, gemessen am Fair Value des Immobilienportfolios. - Das finanzielle Risiko- und Kapitalmanagement erfolgt gemäss den folgenden, vom Verwaltungsrat im Anlagereglement festgelegten Grundsätzen zu Kapitalstruktur und Zinsbindung: - Das Immobilienportfolio darf im Durchschnitt mit maximal 65% Fremdkapital finanziert werden. - Es wird eine Eigenkapitalquote von 40% angestrebt; der Verwaltungsrat kann einer Unterschreitung dieser Quote zustimmen. - Langfristig betrachtet wird eine Eigenkapitalrendite (ROE) von 6% bis 8% angestrebt. - Die Finanzschulden mit Restlaufzeiten unter einem Jahr sollen maximal

	50% der Finanzschulden betragen. - Ein ausgewogenes Fälligkeitsprofil bezüglich Finanzschulden wird angestrebt.
-	Nein
-	Nein – in diesem Sinne nicht.
Anlagestiftungen	
-	Nein, die sind identisch. Es gibt noch zusätzlich ein Strategiepapier.
-	Nein
7	Verfügen Sie über ein Vergütungssystem, welches von der Performance abhängig ist? - Falls ja, von welchen Kennzahlen?
Immobilienfonds	
-	Nein, es gibt keine leistungsabhängigen Vergütungssysteme.
-	Ja. Es gibt einen Bonus und einen Fix-Lohn. Der Bonusanteil ist aber nicht vergleichbar mit den Banken. Entsprechend schwierig ist die Suche nach einem neuen Akquisiteur für unser Portfolio. - Der Portfoliomanager wird anhand der Performance gemessen. - Der Akquisiteur wird anhand von Wachstumszielen gemessen.
-	Nein, es gibt kein performanceabhängiges Vergütungssystem. Durch die Organisation der Gesellschaft können die einzelnen, performanceabhängigen Kennzahlen schwer beeinflusst werden respektive ist die Messung der noch beeinflussbaren Faktoren schwierig und sind langfristig ausgerichtet.
Immobilien Aktiengesellschaften	
-	Ja, die variable Komponente hängt vom Return on Equity ab. Es gibt noch eine Zusatzkomponente, die ist aber diskret.
Anlagestiftungen	
-	Nein, es gibt kein performanceabhängiges Vergütungssystem. Das Portfoliomanagement ist nicht performanceabhängig. Es gibt den TER, welcher veröffentlicht wird.
-	Ja. Der Immobilien-Einkauf erhält eine von dem Wachstumsvolumen abhängige Vergütung. Auch bei Verkäufen gibt es eine Prämie, die ist aber deutlich tiefer.
8	Durch welches Entscheidungsgremium werden Anlageentscheide gefällt? - Wie viele Stufen sind dabei involviert?

- Welche Stufe übt welche Funktion aus?
Immobilienfonds
- 2 Stufen - Die Geschäftsführung bereitet die Anträge auf und präsentiert sie dem Verwaltungsrat. Der Verwaltungsrat entscheidet über die Anträge. Die Entscheidungskompetenz bei der Geschäftsführung liegt bei rund TCHF 500.
- Dossiers kommen in die Vorprüfung, wo die Wirtschaftlichkeit/Lage beurteilt wird. Die Dossiers kommen von drei Personen aus dem Handel. - Eine Bewertung intern wird vorgenommen. - Non Binding Offer wird abgegeben. - Falls es weitergeht, kommt die Due Diligence inklusive externer Bewertung (2 Schätzer: Schätzer 1 und Schätzer 6). - Compliance Prüfungen für Nahestehende, KAG Limiten etc. - Die Versicherung und der Fonds haben ab diesem Zeitpunkt unterschiedliche Kanäle. - Empfehlung an Anlageausschuss (Weiterempfehlung oder Ablehnung) erfolgt. - Investitionsantrag wird an Entscheidungsinstanz gestellt. - Binding Offer wird abgegeben. - Vertragsverhandlungen werden geführt.
- Jedes Mitglied des Investment Komitee (Portfoliomanager aller Gefässe, CEO, CFO, CCO) bringt ihre potenziellen Objekte vor das Komitee, - An der Sitzung wird beurteilt, wo das Objekt am besten passen könnte, und es erfolgt eine Zuweisung. - Der zuständige Portfoliomanager nimmt im Anschluss eine Due Diligence vor (inkl. Bewertung durch Schätzer 1). - Im Anschluss kommen die Investitionsanträge vor die Anlagekommission (Stiftungen) oder vor den VR (Fonds). - Devestitionen und Sanierungen haben denselben Prozess. Der erste Teil mit dem Investment Komitee entfällt aber. - Der Anlagedruck der Anlagestiftungen ist relativ gross. Wenn neue Objekte reinkommen, dann sind diese relativ schnell bei den Stiftungen. Eine Ausgabekommission gibt es nicht respektive ist null (Rückgabekommission gibt es). Bei einer Neuzeichnung von Anteilen haben die bisherigen Eigner ein Vorzeich-

nungsrecht, was immer ausgeschöpft wird. Anlageziele gibt es keine. Der Fonds kann vor allem Spezialfälle akquirieren, die für die Stiftungen nicht allzu geeignet sind.
Immobilien Aktiengesellschaften
- 2-3 Stufen - Im Bestand hat die Bewirtschaftung eine Kompetenz bis zu TCHF 400. Zusätzlich hat der Asset Manager ebenfalls eine Kompetenzsumme pro Liegenschaft. Alles, was innerhalb des Budgets liegt, wird durch den Asset Manager abgedeckt. - Akquisitionen und Devestitionen werden über den Anlageausschuss beschlossen. Das Portfolio Management und das Akquisitionsteam bereiten Anträge für den Ausschuss vor (3 VRs und CEO – Vorsitz).
- Es gibt einen formellen Prozess, der teilweise durch die Grösse der Gesellschaft sehr fliessend ist und teilweise ineinander übergeht. - Grundsätzlich kommen die Projekte über den Portfoliomanager und werden je nach Grösse noch mit dem CEO besprochen. Sofern man vom Projekt überzeugt ist, wird ein Antrag an die Geschäftsleitung gestellt. Von der Geschäftsleitung kommt der Antrag im Anschluss noch vor den Verwaltungsrat. Die Anzahl der Stufen ist abhängig von der Kompetenzsumme. - Der Prozess geht grundsätzlich stark Hand in Hand.
- Die Einkaufabteilung nimmt eine Vorfilterung vor. Grundsätzlich ist eine Objektgrösse ab CHF10 Mio. interessant. - Interessante Objekte werden in der Geschäftsleitung besprochen. - Objekte bis CHF 30 Mio. kommen vor den VR-Ausschuss. - Objekte grösser als CHF 30 Mio. kommen vor den gesamten Verwaltungsrat.
Anlagestiftungen
- Das Portfoliomanagement bereitet die Anträge vor. - Die Anträge kommen bis CHF 40 Mio. zur Liegenschaftskommission (9 Personen bei Wohnen, 7 Personen bei Geschäftsliegenschaften). Diese sind gleichzeitig Kunden der Anlagestiftung. Die strategische Ausrichtung findet auf dieser Ebene statt. - Projekte grösser als CHF 40 Mio. gehen an den Stiftungsrat.
- Der Immobilien Einkauf sucht potenzielle Objekte und prüft diese. Der Investi-

	tionsantrag geht an die Anlagekommission, welche eine Empfehlung zuhanden des Internal Investment Komitee abgibt. Das Komitee wird durch den Leiter Immobilien geleitet. Die Entscheidungskompetenz bis zu CHF 30 Mio. ist beim Leiter Immobilien. Grösser CHF 30 Mio. geht vor die Geschäftsleitung und grösser CHF 100 Mio. kommt vor den Stiftungsrat (vor allem auch Share Deals etc.).
9	Wie viele Anträge werden (in Prozent) zurückgewiesen?
Immobilienfonds	
-	Keine. Eine sehr starke Vorfilterung findet auf der Stufe der Geschäftsführung statt
-	Vom Entscheidungsgremium wurde noch nie ein Antrag zurückgewiesen.
-	Praktisch keine. - Das Entscheidungsorgan wird im Vorfeld bereits stark involviert und ist über die Aktivitäten bereits informiert. Ein negativer Entscheid würde bereits im Vorfeld kommen. Beim Antrag gibt es praktisch keine Rückweisungen mehr.
Immobilien Aktiengesellschaften	
-	Nein, wenn die GL überzeugt ist, wurde noch nie ein Antrag zurückgewiesen.
Anlagestiftungen	
-	Nicht gross.
-	Vom Stiftungsrat wurde noch nie ein Antrag zurückgewiesen. Von der GL gibt es ab und zu eine Rückweisung, aber sehr selten. Rund 90% der Anträge werden akzeptiert.
10	Beeinflusst die Rechnungslegung Investitions- oder Devestitionsentscheidungen? Inwiefern?
Immobilienfonds	
-	Die Rechnungslegung nur indirekt. Die Bewertung hat einen starken Einfluss auf die Entscheide, da es immer relevant ist, ob ein Aufwertungsgewinn oder eine Abwertung realisiert wird. - Bewertung hat einen grossen Einfluss auf den Verwaltungsrat (Entscheidungsträger), da er schlussendlich zu entscheiden hat und meistens eine Informationsasymmetrie zwischen dem VR und der Geschäftsführung besteht. Bewertung gilt als unabhängiges Kontrollinstrument zur Sicherung der Entscheidung.

- Eigentlich nicht.
- Praktisch nicht. Es gibt noch gewisse Abgrenzungsthemen, wenn im Forecast bereits die Ausschüttungsziele definiert wurden. Dabei gibt es eine Steuerung über Rückstellungen etc., damit die Ausschüttung wie geplant vorgenommen werden kann.
Immobilien Aktiengesellschaften
- Die Rechnungslegung ist relativ unbedeutend und hat keinen Einfluss auf einen Anlageentscheid. - Jedoch mit IFRS 13 kommt der Rechnungslegung ein bisschen mehr Bedeutung zu. Momentan ist die Gesellschaft an den Abklärungen, wie gross der Einfluss ist. Man geht davon aus, dass es keinen wesentlichen Einfluss haben wird. - Der Bewerter überprüft die Potenziale. - Ziel ist jedoch, dass nur die Potenziale abgebildet werden, die strategisch auch umgesetzt werden. - Es wird für gefährlich beurteilt, wenn Potenziale in der Bewertung umgesetzt werden, die eigentlich nicht realisiert werden und diese durch die Rechnungslegung vorweggenommen werden. - Es wird versucht, den Einfluss tief zu halten. - Es erfolgt bereits eine systematische Erfassung der Potenziale im Kontroll- und Zustandsbericht durch die Bewirtschafter. - In einem gewissen Grad kann Einfluss auf den Schätzer genommen werden, jedoch heikel. Eine gewisse Abhängigkeit durch die Schätzer ist vorhanden. - Gespräche mit den Bewertern werden durchgeführt. Es finden Plausibilisierungen der Bewertungen statt. Bei unbekannteren Schätzern wird eher Einfluss genommen.
- Die Rechnungslegung ist relativ unbedeutend. - In Spezialsituationen hat die Rechnungslegung einen Einfluss. - Beispielsweise bei einem Share Deal nehmen die latenten Steuern einen wesentlichen Einfluss, da man einen P&L-Effekt hat. Sobald die Gesellschaft noch weitere Aktiven oder Geschäftstätigkeit hat (ausser Immobilien), spielt der Goodwill noch eine Rolle. - Ein anderes Thema sind Finanzinstrumente. Eine Akquisition scheiterte, da es sich schlussendlich um ein Leasing-Geschäft gehandelt hätte. Die Auswirkungen

	auf das P&L wären zu gross gewesen. Obwohl rein renditemässig, der Kauf sehr gut funktioniert hätte => Zinsdifferenzgeschäfts mit Berücksichtigung der Veränderung im P&L. - Sonst praktisch keinen Effekt.
	- Ja, die Rechnungslegung spielt doch eine grosse Rolle. Die jüngste Diskussion über IFRS 13 ist nicht immer leicht. Die Analysten verstehen zum Teil den Hintergrund der Aufwertungen nicht und haben das Gefühl, dies sei Luft und kein effektiver operativer Gewinn. Ein Aufwertungsgewinn aus Entwicklungen wird als operativer Gewinn angeschaut. Eine Aufwertung hat jedoch immer verschiedene Komponenten. So kann sie aus der Realisierung von Entwicklungspotenzial, aus der Optimierung von Miet-Potenzial oder aus den Diskontsatzänderungen kommen. Die ersten beiden Potenziale sind durchaus operative Gewinne, die eingefahren werden konnten. - Einen weiteren Einfluss hat die Rechnungslegung bei Redevelopments. Wenn man Liegenschaften mit einem Redevelopment-Potenzial hat, so hat man unter Umständen mit den Marktwerten ein Problem. Wenn sich die Bewertung stark am Markt bewegt, kann man das Redevelopment nicht durchführen, da die Kosten mit grosser Wahrscheinlichkeit zu hoch sind und eine Folgebewertung nach Redevelopment einen Abwertungsverlust bringt. Je nach Lage und Rendite sieht die Situation unterschiedlich aus. Das Redevelopment kann meistens nicht umfassend in der Bewertung abgebildet werden ohne Einwertungsverlust. - Problematisch ist bei IFRS 13 auch, dass das Potenzial bereits am Tag 1 abgebildet wird in der Bewertung. Das Potenzial wird vorweggenommen. - Momentan steigt der Markt noch und es ist meistens kein Problem. Wir werden sehen, wie es bei einer Marktkorrektur aussieht.
Anlagestiftungen	
	- Praktisch nicht – eigentlich überhaupt nicht, ausser die Bewertung.
	- Nicht allzu grossen Einfluss. Bei Swiss GAAP FER 26 sind die Liegenschaften zu Marktwert bilanziert und die Entwicklungsliegenschaften „at cost“. Zum Jahresende werden für die Entwicklungsliegenschaften ebenfalls Marktwertbewertungen vorgenommen zur Überprüfung eines möglichen Impairments.
11	Welche Rolle spielt die Bewertung beim Anlageentscheid?

Immobilienfonds
- Bewertung ist sehr wichtig. Für unterschiedliche Bewertungsgründe (Ankauf, Verkauf, Bestand) gibt es zum Teil unterschiedliche Bewertungen. - Beispiel: Bewertung für ein Hochhaus im Bestand CHF 19.7 Mio. (Schätzer 2), Verkaufsbewertung vom Schätzer 2 bei CHF 22, Konkurrenzbewertung für Verkauf von Schätzer 1 bei CHF 23 Mio. Effektiver Verkauf bei CHF 24 Mio. Richtpreis bei CHF 23 Mio. (Basis: Schätzer 2). Zweite Bewertung wurde erstellt, da die meisten potentiellen Käufer den Schätzer 1 als unabhängigen Bewerter haben.
- Bewertung ist ein sehr zentrales Element. - Ist zentral für den Anlageentscheid. Es braucht eine sehr gute Begründung für eine Abweichung des Investitionsantrages zur Bewertung. - Grundsätzlich werden noch Reserven eingebaut für Transaktionskosten. Jedoch ist man auch bereit, die Transaktionskosten separat zu bezahlen (on Top).
- Die Bewertung ist essenziell. - Schätzer 1 schätzt den Marktwert und dieser Wert ist die Vorgabe. Jedoch für Akquisitionen gibt Schätzer 1 zusätzlich eine Maximalempfehlung ab. - Die Maximalempfehlung ist objektabhängig und schwankt relativ stark - Zum Teil wird aber auch bewusst über die Maximalempfehlung gegangen. Dies ist dann ein bewusster Entscheid des VR's, sofern ein Business Case vorhanden ist (Arrondierung, Nutzungsänderung etc.). - „Highest and best use" wird aber nicht angewendet. - In der Folgebewertung ist der Maximalwert aber nicht zwingend durch Schätzer 1 gewährleistet. Zum Teil ist der Maximalwert bei der Folgebewertung auch gedeckt – gibt beides. - Es wird aber nicht die Entwicklung der Vergangenheit in die Zukunft extrapoliert.
Immobilien Aktiengesellschaften
- Die Bewertung spielt eine sehr grosse Rolle. Es gibt nur eine Art von Bewertung (kein Unterschied zu Akquisition/Bestand etc.). Es ist eine Marktwertschätzung und die Gesellschaft geht davon aus, dass sie ziemlich am Markt sind. Vielleicht besteht ein kleines Upside-Potenzial, dieses ist jedoch gering. - Man geht davon aus, dass rund 90% effektiv den Marktwert darstellen und viel-

leicht 10% ein Upside-Potenzial haben. Dies sind die Top-Top-Lagen, die sehr schwer einzuschätzen sind. - Bei Versicherungen sieht es jedoch ganz anders aus. Die Schätzungen werden durch Nachhaltigkeitsüberlegungen eher gedrückt. - Bei jedem Ankauf besteht eine Bewertung durch Schätzer 1. - Auch bei Sanierungen werden Schätzungen vorgenommen, um die Effekte bereits im Vorfeld abschätzen zu können. - Bei Verkäufen wird in der Regel keine zusätzliche Bewertung vorgenommen. Es kommt jedoch stark auf das Objekt an. Z.B. beim Verkauf eines Shopping Centers wurde eine Bewertung vorgenommen mit Best Buyer Überlegungen, um in den Verhandlungen den richtigen Preis zu verhandeln. - Beim Kauf einer Gesellschaft hat Schätzer 3 den gesamten M&A Teil abgedeckt, inkl. der Bewertungen. Schätzer 1 war nicht involviert. Entsprechend wird es spannend sein, zu welchem Bewertungsergebnis Schätzer 1 am Jahresende kommt.
- Bedeutende Rolle. - Es wird immer zuerst eine interne Bewertung erstellt. Bei Akquisitionen wird nur in äussersten Ausnahmen eine Bewertung durch den Bewerter erstellt. - Die Bewertungen durch den Bewerter erfolgen dann zum Halbjahres- oder Jahresbericht. - Es musste noch nie ein Einwertungsverlust verzeichnet werden. Die Bewertungen sind sehr vorsichtig. - Trotzdem kann die Gesellschaft immer wieder Käufe tätigen. - Das Management beurteilt, dass die Bewertungen nicht allzu hoch sind. Die Bewertungen sind sicherlich weniger aggressiv wie bei anderen Marktteilnehmern. - Es gibt auch praktisch keine Diskussionen mit den Bewertern über die Werte.
- Die Bewertung spielt eine grosse Rolle. Bei sämtlichen Einkäufen erstellt der Schätzer 1 eine Bewertung (Vieraugenprinzip). Es soll verhindert werden, dass ein Objekt gekauft wird, das einen Einwertungsverlust bringt.
Anlagestiftungen
- Die Bewertung hat einen sehr wesentlichen Einfluss. Sie ist die Indikation. Bei jeder Akquisition wird eine Bewertung erstellt.

	- Zum Teil werden Zweitschätzungen durchgeführt. Diese dienen jedoch nur der Plausibilisierung der Erstschätzung. - Es gibt nur ein akkreditierter Schätzer (Schätzer 2) - Das Bewertungsknowhow besteht auch intern. - Die Liegenschaften werden jährlich bewertet, wobei 1/3 im Frühling, 1/3 im Sommer, 1/3 im Herbst bewertet wird. Die Rotation der Besichtigung der Liegenschaften hat alle drei Jahre zu erfolgen.
	- Die Bewertung spielt eine grosse Rolle. Ziel ist stets, dass man zum Bewertungswert einkaufen kann. Man nimmt aber auch Abschreiber bewusst in Kauf. Vor allem die Transaktionskosten werden häufig über die Erfolgsrechnung abgeschrieben.
12	**Szenario:** Akquisitionsbewertung CHF 10 Mio. Richtpreis CHF 10.5 Mio. Beurteilung aus Due Diligence sehr gut – allenfalls zusätzliches Potential. Sind sie bereit eine Prämie zu bezahlen?
Immobilienfonds	
	- Ja, bereit, eine Prämie zu bezahlen, wenn: - Potenzial vorhanden - Die Story stimmt. - Arrondierung möglich ist. - Bei B-Lagen wird keine Prämie bezahlt. Die Einschätzung, ob es eine A- oder eine B-Lage ist, ist relativ subjektiv. Bei der Gesellschaft dient eine IAZI Karte mit den Landwerten als Grundlage zur Einschätzung der Lagen. Von dieser Karte wird auf die Qualität geschlossen.
	- Ja, man ist bereit, Prämien zu bezahlen. - Mit den Bewertern werden Diskussionen geführt. Die Diskussionsbereitschaft muss da sein. - Man muss den Auftrag gut formulieren. - Aber am Schluss muss der Bewerter hinter dem Wert stehen können. - Der Bewerter zieht auch nach, wenn die Erklärung plausibel ist. - Momentan ist auch noch Luft im Zins-Spread, sodass man auch mal Prämie bezahlen kann.

- In der letzten Zeit war auch Rückenwind da. Die Entwicklung aus der Vergangenheit wird in die Zukunft antizipiert. - Momentan ist auch viel Liquidität vorhanden. - Zum Teil kann der Bewerter auch nicht die B-Lagen abbilden, da zu wenig Daten vorhanden sind im Datenpool. Beispiel ist Herzogenbuchsee. Die Bewertung geht nun jedes Jahr hoch. Schätzer 1 war nicht da, wo er sein sollte. Jetzt kommt es langsam. - Der Schätzer 6 hat noch keine Liegenschaft bewertet bis heute. Der Schätzer 6 greift auf den gleichen Datenpool zurück wie der Schätzer 1. Somit ist die Vergleichbarkeit der Berichte gewährleistet. - Nichts zu kaufen rächt sich auch irgendwann und hat Auswirkungen auf das Portfolio.
- Ja, ziemlich oft.
Immobilien Aktiengesellschaften
- Ja, bereit, eine Prämie zu bezahlen, wenn: - Potenzial vorhanden. - Die Story stimmt. - Arrondierung möglich ist. - Potenzial vorhanden ist, welches in der Bewertung nicht abgebildet werden kann. - Man muss eine gute Einschätzung vom Markt haben, um herauszufinden, wo der Marktwert liegt. - Eine Prämie ist etwa bei 5%.
- Es werden nie Prämien bezahlt. Man ist vielleicht ein wenig vorsichtig, doch genau das macht gutes Portfoliomanagement aus.
- Momentan werden keine Käufe getätigt, da man nicht bereit ist, eine Prämie zu bezahlen. Es wird vielleicht einmal ein Tausch vorgenommen, mehr nicht. - Die Investitionen sind fokussiert auf die Entwicklungen.
Anlagestiftungen
- Ja, Prämien werden bezahlt. Wenn die Story/das Potential/Objekt/Standort/Markteinschätzung stimmen, wird eine Prämie bezahlt z.B. CHF 12.2 Mio. anstelle von CHF 12 Mio. Bei der Liegenschaftenkommission wird dann ein Verhandlungsspielraum bis CHF 12.2 Mio. beantragt. Der Tole-

	ranzbereich ist Fall abhängig.
	- Ja, wird definitiv gemacht. - Die Einflussnahme auf den Bewerter ist jedoch relativ gering. - Man plausibilisiert die Bewertungen und diskutiert mit dem Bewerter fundamentale Fehler. Diese werden korrigiert. - Wir rechnen aber mit der „Variante Immo“. Diese wird so vorgenommen, dass die Markteinschätzung der Immobilienabteilung in der DCF-Bewertung berücksichtigt wird. Zum Beispiel in Dietikon wird die Marktmiete entsprechend angepasst und durch die Bewerter gerechnet. Die Variante Immo kann dann als Basisgrundlage für den Investitionsantrag dienen. Diese Bewertung ist aber nicht zwingend in der Folgebewertung gedeckt, sondern ist mehr eine szenarische Betrachtung. Diese Handhabung kann zu Einwertungsverlusten führen. - Auch bei Sanierungen werden „Varianten Immo“ gerechnet, um zu simulieren, ob das Potenzial ausgenutzt werden kann.
13	Welchen Einfluss übt ein potenzieller Diversifikationseffekt auf den Anlageentscheid (immer noch gleiches Szenario) aus? - Wie wird dieser Effekt in der Bewertung oder im Abschluss berücksichtigt?
Immobilienfonds	
	- Diversifikation spielt keine Rolle, da zu 90% im Wohnen. Diversifikation über Standorte etc. wird wenig Gewicht geschenkt. Orte mit weniger Wertschwankungen haben dafür in der Regel tiefe Mieten. Dies bringt zwar Stabilität, jedoch bei Sanierungsbedarf kommt das Problem, dass die Mieten nicht genügend nachgezogen werden können. - Diversifikationsüberlegungen finden mehr dahingehend statt, ob man ein Klumpenrisiko hat oder nicht (Bsp. Kanton Zug).
	- Nicht sehr gross. - Diversifikation über: - Nutzung - Region - Baujahr noch nicht möglich - Losgrössen (kleinstes CHF 10 Mio. – grösstes 125 Mio.) - Der Aufbau des Portfolios steht primär im Fokus. Die Diversifikation kann nicht

	allzu stark berücksichtigt werden.
	- Nicht erheblich. Man kann gar nicht gross diversifizieren. - Es wird eine Triage der Nutzung, Lage, Baujahr (nach KAG und KGAST) vorgenommen. Der höhere Standard gilt dann für alle Anlagevehikel.
Immobilien Aktiengesellschaften	
	- Diversifikation spielt praktisch keine Rolle. - Ausser es würde eine Strategieänderung vorgenommen werden => z.B. vermehrter Fokus auf Wohnen etc., dann könnte es einen Einfluss haben, sonst nicht.
	- Diversifikation spielt praktisch keine Rolle. - Marginaler Effekt - Was kann man überhaupt diversifizieren? - Wichtig ist sicherlich die Diversifikation über die Mietverträge. Mit der Anzahl an Liegenschaften, welche die Gesellschaft hat, ist dies gegeben. - Der Rest ist stark liegenschaftenspezifisch. - Die Diversifikation findet auf praktischer Ebene statt, nicht auf irgendwelchen Berechnungen.
Anlagestiftungen	
	- Untergeordnete Rolle - Grosser Fokus ist auf der Vermeidung von Klumpen: Standorte, Objektgrössen, Mieter etc. - Ist bereits ein grosses Portfolio mit einer breiten Diversifikation.
	- Keinen Einfluss. Wir haben strategische Bandbreiten, die nicht durchbrochen werden dürfen. Falls trotzdem mal kritisch, muss ein Antrag an den Stiftungsrat erstellt werden.
14	Wie handhaben Sie die Transaktionskosten für Investitionen oder Devestitionen? Finden Transaktionskosten Berücksichtigung bei Ihren Entscheidungen?
Immobilienfonds	
	- Grundsätzlich werden noch Reserven eingebaut für Transaktionskosten. Jedoch ist man auch bereit, die Transaktionskosten separat zu bezahlen (on Top).
	- Wenn immer möglich, werden diese berücksichtigt. Sie werden im Investment Antrag immer separat ausgewiesen, damit die Auswirkungen im P&L klar ersichtlich sind. - Heute ist es praktisch nicht mehr möglich, Liegenschaften einzukaufen und die

Transaktionskosten noch gedeckt zu haben durch die Bewertung. Wenn wir Glück haben, bekommen wir die Liegenschaft zum Maximalwert von Schätzer 1. Eigene Honorare werden zum Teil dann nicht mehr erhoben oder nur noch marginal. - Teilweise muss der Einwertungsverlust durch die Transaktionskosten hingenommen werden.
Immobilien Aktiengesellschaften
- Transaktionskosten werden in den Richtpreisen immer mit einbezogen. Es soll zu keinem Verlust kommen durch die Transaktionskosten.
- Transaktionskosten werden in der Kalkulation berücksichtigt. Sie werden 1:1 eingerechnet. In der Akquisition werden von der Bewertung die Transaktionskosten abgezogen und dieser Betrag stellt dann den zu bezahlenden Preis dar. - Beim Verkauf genau gleich. Der Richtwert wird so festgelegt, dass die Transaktionskosten bereits mitberücksichtigt sind und sicherlich kein Verlust entsteht. Gelingt in der Regel. - Viel wichtiger sind die Grundstückgewinnsteuern. Wenn man die Hälfte des Gewinnes gleich wieder abgeben muss, so schmerzt es enorm. In der Richtpreisfestsetzung finden auch die Steuern Einfluss. - Verkauft wird nur, wenn der entfallende Jahresmietzins in etwa als Gewinn resultiert (mind.). - Das Potenzial der Liegenschaft spielt sicherlich auch noch eine Rolle, jedoch nicht so stark.
- Transaktionskosten werden eingerechnet in das Angebot respektive werden vom Marktwert in Abzug gebracht. Der Residualwert wird als Kaufangebot eingegeben.
Anlagestiftungen
- Ja, werden wenn immer möglich auf den Verkäufer überwälzt. - Transaktionskosten werden im Kaufpreis berücksichtigt. Wenn Schätzung CHF 20 Mio. und CHF 2 Mio. Transaktionskosten, dann werden CHF 18 Mio. geboten. - Zum Teil sind die TK mit Ausgabekommissionen (1% vom Ausgabepreis) gedeckt. Ziel ist, dass die TK mit den Kommissionen gedeckt werden können.

	- Überwälzung gelingt nicht immer. - Schlussendlich muss es eine Mischrechnung sein, das Investment ist entscheidend. - Anmerkung Interviewer: Alle geben immer an, dass die TK mit berücksichtigt .werden. Wenn dies in der jeder Schätzung der Fall ist, kann es nicht sein, dass immer Käufer und Verkäufer die TK mitberücksichtigen in den Schätzungen, dann müsste der Schätzwert langsam, aber sicher zu hoch sein. - Antwort: Richtig, man darf einfach nicht der Letzte in der Kette sein, wenn der Markt dreht.
	- Transaktionskosten werden über die Anschaffungskosten gebucht und bei der Folgebewertung entweder durch die Bewertung gestützt oder über die Erfolgsrechnung abgeschrieben. - Transaktionskosten werden als Wachstumskosten angesehen. Die Anleger sind zufrieden, wenn es ein Wachstum gibt. Bei den Anlagestiftungen haben sie keine Agios, daher ist der Anleger eher bereit, einen Abschreiber hinzunehmen. Es ergibt sich dadurch zwar eine Verwässerung, diese wird jedoch akzeptiert. Immobilienfonds haben eine Ausschüttungsrendite von vielleicht 3%, Anlagestiftungen rund 4.5%. Der TER ist sehr tief, es gibt keine Steuern, hohe Ausschüttung (+1%) etc.
15	Sie haben eine Liegenschaft mit einer Prämie akquiriert. Wie gehen Sie in der Folgebewertung mit der Situation um? - Wie werden die Transaktionskosten behandelt?
Immobilienfonds	
	- In der Folgebewertung gehen wir gelassen damit um. In der Folgebewertung spielt es keine grosse Rolle mehr, da zum Zeitpunkt der Akquisition bereits der Abschreiber hingenommen wird. Bewerter werden nicht nochmals gedrückt. Die Transaktionskosten sollten wenn immer möglich mit dem potenziellen Aufwertungsgewinn gedeckt sein.
	- Bei der Folgebewertung gibt es nicht mehr viel Spielraum, da es bereits die zweite Bewertung ist. - Die Weichen müssen in der Akquisition gestellt werden. - Transaktionskosten werden bei Akquisition aktiviert und allenfalls mit Einwertungsverlust bei der Folgebewertung über die Erfolgsrechnung ausgebucht.

	- Die Folgebewertung wird durch die Fondsleitung geprüft gemäss IKS. Die Diskussionen sind nur noch im kleinen Bereich, z.B. bei Investitionen (Höhe oder Zeitpunkt). Der Einfluss in diesem Zeitpunkt ist sehr gering. Mit dem Portfolio-Effekt verschwindet der Effekt praktisch vollkommen.
Immobilien Aktiengesellschaften	
	- Wir nehmen es relativ gelassen. Interessant ist hauptsächlich, ob man den „richtigen“ Preis bezahlt hat, um wieder Erfahrungen zu sammeln für die neuen Akquisitionen. Erfahrungsgemäss ist man aber beim Preis meistens etwa da, wo die anderen sind. Der Unterschied ist jeweils gering. Meistens sind es auch noch subjektive Kriterien, die einen Einfluss haben (solider Partner etc.).
	- Es wird nie eine Liegenschaft mit einer Prämie gekauft.
	- Wir kaufen nicht mit Prämie.
Anlagestiftungen	
	- Ein Einwertungsverlust wird in Kauf genommen. - Es finden nicht grosse Diskussionen mit dem Bewerter statt. - Die Möglichkeit einer zwischenzeitlichen Wertveränderung seit dem Erwerbszeitpunkt ist relativ gross (momentan).
	- In der Folgebewertung gibt es keine grossen Diskussionen.
16	Eine Sanierung zeigt sich viel komplexer und kostspieliger als ursprünglich angenommen. Es droht ein massiver Verlust. Durch eine relativ riskante Investition könnte der Verlust abgewendet oder eine leichte Aufwertung realisiert werden. Wie gehen Sie vor?
	- Eigentlich nicht. Es wird jedoch analysiert, wo Werttreiber sind, die eine Umkehrung erreichen könnte.
	- Nein, grundsätzlich nicht
	- Nein, das gibt es immer wieder einmal. Mit dem Portfolio-Effekt kommt es nicht stark zum Tragen.
Immobilien Aktiengesellschaften	
	- Nein
	- Nein
Anlagestiftungen	
	- Nein
	- Wird in der Praxis nicht gemacht.

17	Wann wird ein potenzieller Verlust gebucht? - Wer entscheidet, ob ein Verlust gebucht wird? - Führen Sie Diskussionen mit den Bewertern/Auditors zur Vermeidung von Verlusten? - Werden Gewinne anders beurteilt? - Haben sie einen gewissen Gruppenbewertungseffekt (Gewinne heben Verluste auf)? - Beurteilen Sie realisierte Gewinne gleich wie nicht realisierte? - Beurteilen Sie realisierte Verluste gleich wie nicht realisierte?
Immobilienfonds	
-	Verluste werden erst am Periodenende bei der Bewertung verbucht. - Die Bewerter werden nicht getrieben bei der Bestandesbewertung – jedoch bei der Akquisitionsbewertung. - Nicht realisierte Verluste werden unterschiedlich beurteilt als realisierte Verluste. Grund dafür ist, dass man davon ausgeht, dass die Bestandesbewertungen rund 15-20% zu tief sind. Daher ist ein nicht realisierter Verlust noch nicht definitiv und die Chance auf einen Gewinn besteht noch bei einem Verkauf (zumindest in einem Verkäufermarkt).
-	Nicht realisierter und realisierter Verlust sollte eigentlich gleich behandelt werden, respektive beurteilt werden (Gemessen wird Performance – Impact ist gleich). Ist aber nicht so. - Nicht realisierter Verlust ist zwar nicht schön, es kann aber noch vieles passieren. - Zähler ist jedes Jahr wieder auf null. - Verluste werden netto betrachtet, doch separat ausgewiesen. Wenn jedoch das Gesamtergebnis stimmt, gibt es keine grossen Nachfragen zu den Abwertungen. - Zum Teil hat es alte Liegenschaften, die bereits einen grossen Abschreiber mitgenommen haben und jetzt immer ein wenig stagnieren oder wieder ein wenig dazugewinnen. - Der Rückschauungseffekt ist doch immer noch relativ gross und es wird ein Vergleich mit dem ursprünglich bezahlten Preis vorgenommen. Nimmt aber langsam ab. - Aber zum Teil (z.B. Genf) müssen Aufwertungseffekte auch anteilsmässig in die Berechnung/Rechtfertigung für Sanierungen berücksichtigt werden. Sonst könnte man gar nicht mehr sanieren an solchen Lagen. Tiefe Rendite – hoher Wert.

Mit einer Sanierung, kann der Wert nie auf die Liegenschaft umgewälzt werden (Anm. Interviewer: Liegenschaftsquote spielt hier mit rein. Bei einer tiefen Rendite müsste man ja eigentlich verkaufen und in eine höhere Rendite investieren).
- Wir hatten noch nie einen realisierten Verlust. - Es wird aber auch selten eine Liegenschaft verkauft. - Der Preis ist immer über dem Buchwert. - Abwertungen im Bestand gibt es natürlich. Extreme Abwertungen werden analysiert. - Realisierte und nicht realisierte Verluste werden gleich betrachtet. Muss man auch.
Immobilien Aktiengesellschaften
- Verluste werden erst am Periodenende bei der Bewertung verbucht (1/2 jährlich). - Die Bewerter werden nicht getrieben bei der Bestandesbewertung – jedoch bei der Akquisitionsbewertung schon ein wenig, jedoch dezent. - Nicht realisierte Verluste und realisierte Verluste werden gleich beurteilt. Es spielt keine grosse Rolle, da man davon ausgeht, dass man am Markt ist. Zudem sollte die Zukunft eine Rolle spielen und nicht die Vergangenheit. - Gruppenbewertung hat keinen Effekt.
- Verluste werden erst zum Periodenende gebucht. - Bisher wurde keine Liegenschaft mit Verlust verkauft. - Motto ist: buy it, fix it, sell it. - Lieber nicht realisierter Verlust als realisierter Verlust. Grundsätzlich wird nicht mit Verlust verkauft, sonst hat man einen schlechten Job gemacht. - Ausser eine Liegenschaft ist effektiv sehr schlecht. - Gruppenbeurteilung spielt eine Rolle – grundsätzlich sollte ein Gewinn resultieren. - Abwertungen sind aber nicht so schlimm. Ausser wenn die Konkurrenz alle Aufwertungen haben und wir Abwertungen, dann kommen schon Fragen auf.
- Potenzielle Verluste werden proaktiv angegangen. Wenn ein Mietvertrag ausläuft oder Mieter insolvent ist, dann wird die Abwertung umgehend eingerechnet in der Bewertung. - Verluste sollten nicht vermieden werden, wenn es effektive Abwertungen sind,

die nachvollzogen werden können. - Eine tiefere Bewertung wird durchaus in Kauf genommen, dafür gleicht es sich in ein bis zwei Jahren wieder mit einer Aufwertung aus. - Schätzer 1 ist unser unabhängiger Bewerter. Unterjährig stellen wir sicher, dass er immer alle Informationen hat. Die Bewertungen werden in einem ersten Schritt grob plausibilisiert und in einem zweiten Schritt in einer detaillierten Plausibilisierung. Die Bewertungen werden schlussendlich im Bewertungsausschuss zusammen mit dem Wirtschaftsprüfer besprochen. - Wir treiben die Werte nicht. Es ist nicht in unserem Interesse, die Werte nach oben zu schrauben. - In der Zukunft wird vermutlich mehr Volatilität kommen. Wenn man die Entwicklungen international anschaut. Die Schweiz tickt aber anders. Wir gehen mehr nach dem Vorsichtsprinzip. - Realisierte Gewinne werden höher gewichtet als nicht realisierte Gewinne. Schlussendlich ist es cash in. - Nicht realisierte Verluste werden eher in Kauf genommen als realisierte Verluste. - Aber schlussendlich wird in der Gesamtsumme eine Netto-Sicht eingenommen. Solange noch ein Gewinn resultiert, ist es nicht so tragisch. Abschreibungen sind unter IFRS nicht möglich, dafür hat man hier gewisse Möglichkeiten.
Anlagestiftungen
- Realisierte und nicht realisierte Verluste werden für gleich schmerzhaft empfunden. - Realisierte Gewinne werden jedoch höher bewertet (cash in) als nicht realisierte Gewinne, da diese nur auf dem Papier sind. - Gruppenbeurteilung hat einen Einfluss. Für den Investor ist es eigentlich egal, solange der Benchmark geschlagen wird (KGAST). - Jedoch auf Stufe Objekt wird eine Attributionsanalyse vorgenommen. Zurzeit mit IAZI allenfalls später mit IPD, um die verschiedenen Einflussfaktoren zu analysieren.
- Das Resultat ist das gleiche. - Bei einem Verkauf müssen wir eine Schätzung erstellen lassen, die nicht älter als 3-6 Monate ist. Der Portfoliomanager schlägt einen Richtpreis vor. Der Ver-

	kaufsantrag kann jedoch über oder unter der Bewertung liegen – ist liegenschaftsspezifisch. - Auch der Gewinn wird gleich beurteilt. Egal ob realisiert oder nicht realisiert.
18	Betrachtungsweise: Einzel- vs. Portfolio-Betrachtung – Unterschied in der Beurteilung eines potenziellen Verlustes?
Immobilienfonds	
-	Hat eine grosse Bedeutung. Es wird grundsätzlich eine PF-Sicht eingenommen. Wenn Verluste mit Gewinnen aufgefangen werden können, wird es für positiver beurteilt, als wenn nur ein Verlust besteht.
-	Beides wird betrachtet.
Immobilien Aktiengesellschaften	
-	Nicht gross – Beurteilung auf der Stufe der Liegenschaft.
-	Ja, wird netto betrachtet.
-	Portfolio-Betrachtung
Anlagestiftungen	
-	Ja – solange man den KGAST schlägt, so ist es in Ordnung. Am Schluss zählt die Nettobetrachtungsweise.
-	Einzelbetrachtung
19	**Szenario:** Sie haben eine Objektstrategie Verkauf entschieden. Gekauft CHF 10 Mio. Marktwert der Bewerter bei CHF 11 Mio. Angebot bei CHF 10.5 Mio. (einziges Angebot) – bereit zu verkaufen?
Immobilienfonds	
-	Nur bei Leidensdruck, sonst nicht. Es müsste beurteilt werden, wieso Verkauf, wieso der alte Marktwert allenfalls so hoch ist etc. - Zum Wert der Bestandesbewertung würde nicht verkauft werden, jedoch zum Wert der Verkaufsbewertung (+15% bis 20%)
-	Je nach Leidensdruck, ja. Kommt effektiv auf die Liegenschaft an, wenn man Leerstände hat, Sanierungen anstehen etc. Man kann den Marktwert testen. Falls

	der gewünschte Richtpreis nicht erreicht wird, wird sie allenfalls nicht verkauft.
	- Ja, wenn Case nicht mehr gegeben ist, wird auch unter dem Marktwert verkauft. Kann sein, dass es eine Cash Cow in der Vergangenheit war und nun die aktuelle Marktmiete durch W&P zu hoch ist und die Sanierungen anstehen etc.
	- ***Immobilien Aktiengesellschaften***
	- Unter Umständen ja: - wenn Verkauf getätigt werden soll – ja - Falls nur ein Monat auf Markt – nein - Falls sehr lange auf dem Markt – ja - Falls Problemliegenschaft – ja - Problem zum Teil bei sehr speziellen Liegenschaften, dass der Markt nicht da ist und es extrem schwierig ist, eine Marktwertschätzung zu machen. Liegenschaften sind teilweise sehr lange auf dem Markt. Dann ist man bereit, lange zu warten, bis der richtige Käufer kommt. Meistens hat dies keinen wesentlichen Einfluss auf die Bewertung (erstaunlicherweise).
	- Nein, keinen Verkauf. Sonst hätten wir was falsch gemacht. Nach dem Motto "buy it, fix it, sell it!" - Es kann sein, dass ein Verkauf einmal ein wenig länger dauert.
	Anlagestiftungen
	- Eher nein - Tendenz beim Marktwert - Ausser es liegt eine Fehleinschätzung des Marktwertes vor. - Nicht unter Marktwert verkaufen/Best Owner Prinzip - Verkaufsprozess verzögert sich deutlich – warten.
	- Ziel ist, keinen Verlust einzufahren. Daher wird die Liegenschaft eher länger im Bestand gehalten und nicht verkauft.
20	**Szenarios:** Gekauft für CHF 10 Mio. Transaktionskosten TCHF 600 Szenario 1: Heute, Marktwert CHF 11 Mio. Szenario 2: Heute, Marktwert CHF 9 Mio. Szenario 3: Heute, Marktwert CHF 10.6 Mio. Szenario 4: Heute, Marktwert CHF 10 Mio.

	- Bei welchen Szenarien würden Sie verkaufen? - Wieso bei den anderen Szenarien nicht?
Immobilienfonds	
- Szenario 1: Ja - Szenario 2: Nein, Marktwert zu tief (Smoothing von 15% bis 20%) - Szenario 3: Ja - Szenario 4: Nein	
- Einzeln nicht zu beantworten. Man muss ja immer eine Alternativinvestition für das Objekt haben. Lieber nimmt man einen Abschreiber und hat immer noch eine gute Rendite, als dass man verkauft und dann keine Alternative hat.	
- Die Betrachtung ist immer unabhängig. Wie bei Antwort 20 kann sein, dass die Bewertung nicht mit der Objektstrategie übereinstimmt und somit ein Ausstieg durchaus okay ist – auch mit Verlust.	
Immobilien Aktiengesellschaften	
- Szenario 1: Ja - Szenario 2: Nein, Marktwert zu tief (wegen Transaktionskosten) - Szenario 3: Ja - Szenario 4: Nein	
- Szenario 1: Nein - Szenario 2: Ja - Szenario 3: Ja - Szenario 4: Nein - Transaktionskosten müssen gedeckt sein.	
- Kein Verkauf, auch bei CHF 11 Mio. nicht. - Weil sonst ein Verlust realisiert würde. - Es besteht ja kein Druck, die Liegenschaft zu verkaufen. - Markt wurde vermutlich noch nicht ausgereizt. - Vielleicht ein Konjunkturzyklus abwarten und dann verkaufen. - Man nimmt eine negative Wertänderung in Kauf und verkauft später mit einem Gewinn.	
Anlagestiftungen	
- Szenario 1: Nein	

	- Szenario 2: Vielleicht, der Verlust ist ja schon im Vorjahr gebucht. - Szenario 3: Ja - Szenario 4: Nein - Wenn unter den 10 Mio., dann alles in Bewegung setzen, um die CHF 10 Mio. wieder zu erreichen. Man nimmt längere Verkaufszeiten in Kauf.
	- Kosten sollen gedeckt sein. Somit Szenario 1 und 3.
21	Sie haben eine Portfolio-Bereinigung durchzuführen. Welches sind die Objekte, die Sie potenziellen verkaufen würden? - Objekte, wo Sie einen Verlust einfahren? - Objekte, wo Sie einen Gewinn einfahren?
Immobilienfonds	
	- Objekte, die einen Verlust einfahren. Es gibt einzelne Ausnahmen, wo andere Punkte stören, die aber eigentlich einen Gewinn erwirtschaften – Beispiel: Baurecht etc. - Kann bei der Gesellschaft gut beobachtet werden in der Verfolgung der Liegenschaften. Jedoch ein wenig eine lange Tendenz, bis verkauft wird.
	- Kann man so nicht beantworten. Wir machen eine klassische Portfolio-Analyse nach Lageattraktivität/Objektattraktivität. Die Mikro-Lage erhält ein Rating (Makro wird bei Schätzer 1 eingekauft). Beim Objekt wird die Nutzungsflexibilität, die Besonnung, etc. beurteilt sowie die Wirtschaftlichkeit. Im Anschluss wird ein klassisches Neun-Quadranten-Modell erstellt und anhand davon erfolgt die Beurteilung, was allenfalls verkauft werden soll. - Es gibt somit beide Ausprägungen. Der Verkaufsgewinn muss auch wieder investiert werden können, zu genügend Rendite. - Mit Verlust wird eigentlich nicht verkauft. Eher nochmals warten und auf eine Besserung spekulieren. - Die Immobilienquote hat hier sicherlich auch einen Einfluss. Wir sollten von 10% auf 15%, aber nicht zu jedem Preis. - Der Anlagedruck vom Komitee ist da. Es muss jedoch beurteilt werden, wieso und was sie genau wollen. Einkaufen zu weniger Rendite ist möglich, aber dann muss man es wissen. Wenn man vom Modell Japan ausgeht und damit rechnet, dass die Zinsen nicht mehr steigen, dann hat es noch genügend Luft im Zins-Spread. - Heute sind wir um alles froh, was wir vor drei Jahren gekauft haben. Hat alles

	eine sehr gute Entwicklung mitgemacht.
Immobilien Aktiengesellschaften	
-	Kommt auf die Strategie an. Wenn eine Vorgabe besteht, dass Gewinn realisiert werden soll, dann werden die Liegenschaften mit einem hohen Gewinnpotenzial verkauft (Perlen). Aufpassen, dass nicht alle Perlen verkauft werden. - Grundsätzlich jedoch schon Liegenschaften, die nicht mehr ins Portfolio passen: - Nutzung - Klumpenrisiko - Alter (Gesellschaft will junges Portfolio) - Nicht effiziente Liegenschaft
-	Nur Liegenschaften mit Gewinn. Sonst wurde das Potenzial falsch beurteilt oder konnte nicht entsprechend ausgeschöpft werden. In äusserst seltenen Fällen gibt es Verkäufe mit Verlust – ist dann aber ein extremer Spezialfall.
-	Bereinigungen werden vorgenommen, wenn die Liegenschaften nicht mehr strategiekonform sind. Liegenschaften unter CHF 10 Mio. werden in der Regel veräussert. - Es werden aber auch Opportunitäten geprüft, dass heisst Liegenschaften, welche einen hohen Gewinn einfahren könnten. Vor allem im heutigen Marktumfeld.
Anlagestiftungen	
-	Wird nicht nach dieser Optik beurteilt, sondern die Beurteilung der Zukunft ist relevant. Hat die Liegenschaft Potenzial für die Zukunft? Vergangenheit ist egal. - Seit 14 Jahren musste erst eine Liegenschaft zum ursprünglichen Kaufpreis verkauft wurden
-	Ist unterschiedlich und kommt auf die Ziele an. Kann beides geben.
22	Sie haben eine Liegenschaft für CHF 10 Mio. gekauft Höchstwert der Liegenschaft lag bei CHF 11 Mio., Sie haben nicht verkauft. 1 Jahr später ist der Marktwert bei CHF 10.3 Mio. Dieselbe Liegenschaft hat heute einen Marktwert von CHF 9.5 Mio. Welche Situation schmerzt Sie mehr?
Immobilienfonds	
-	Es kommt immer auf den Grund der Veränderung an. Wenn man den Grund für die Senkung nicht beeinflussen kann, dann ist es hinzunehmen und ist nicht so

	schmerzhaft. - Wenn man den Grund beeinflussen kann, dann wird vor dem Verkauf die Liegenschaft auf Vordermann getrimmt (Reduktion Leerstände) etc. und erst im guten Zustand verkauft.
	- Nein, eigentlich nicht so stark. Wichtig ist die Performance und sind nicht kurzfristige Schwankungen.
Immobilien Aktiengesellschaften	
	- Ist von der Strategie abhängig. Wenn Potenzial für die Zukunft vorhanden ist, dann spielen kurzfristige Schwankungen keine so grosse Rolle.
	- Am Ende des Tages zählt der Cash, der realisiert wurde. - Bei uns hat das Vorsichtsprinzip einen grossen Einfluss auf die Denkweise. - Eigentlich würden wir lieber „at cost" bilanzieren und den Gewinn erst ausweisen, wenn er effektiv realisiert ist. Vorher ist es nur ein Aufwertungsgewinn. - Wir haben nicht das Interesse, zu starke Schwankungen im Portfolio zu haben. Schlussendlich werden wir am ROE gemessen und wenn man in einem Jahr das Potenzial voll ausschöpft, dann hat man im Folgejahr nichts mehr oder man hat entsprechende Abwertungen. - Unsere Aufwertungen/Abwertungen sind im Vergleich mit der Konkurrenz deutlich tiefer.
	- Wir haben zum Teil Angebote für unsere Perlen-Liegenschaften erhalten, die weit über dem Marktwert der Liegenschaften waren und wir haben sie nicht verkauft. Es wird zwar intensiv diskutiert, doch verkauft werden sie schlussendlich nicht. Man will nicht das Tafelsilber veräussern. Die Angebote sind zum Teil extrem hoch. Meistens handelt es sich um Anleger, die mit EK-Rendite rechnen oder es sind Privatpersonen.
Anlagestiftungen	
	- Am Schluss zählt der realisierte Cash.
23	**Szenario:** Gekauft CHF 10 Mio. Marktwert CHF 11 Mio. Welches ist in etwa der Richtpreis, mit dem Sie auf den Markt gehen?
Immobilienfonds	
	- Bestandesbewertung +15% von Schätzer 2

- Es wird eine Verkaufsbewertung erstellt. Dabei wird an das obere Limit gegangen. Und es werden nochmals etwa 7% auf den Bewertungswert draufgeschlagen. Die Bestandesbewertung hat aber auch schon ein Upside von 7% zur Verkaufsbewertung. Total also rund 15% bis 20% über dem Bestandeswert.
- Etwa bei CHF 11.5 bis CHF 12 Mio. - Mindestens aber der Marktwert plus Transaktionskosten. Die Marktansprache erfolgt darüber. - Heisst aber noch nicht, dass ein Gewinn entsteht. Basis zur Berechnung ist der Verkaufspreis reduziert um die Gestehungskosten.
Immobilien Aktiengesellschaften
- Basiert stark auf Erfahrung. Grundsätzlich werden sicherlich die Transaktionskosten dazu addiert auf den Marktwert. - Die frühere Entwicklung darf nicht interessieren – nur die Zukunft. - Stark abhängig von der Liegenschaft: Schlechte Liegenschaft, praktisch kein Spielraum/gute Liegenschaft z.B. Wohnen wird der Diskontsatz 50 Bps runter gesetzt für die Berechnung. - Bei Spezialliegenschaften (Bsp. grosses Einkaufszentrum) wird kein Richtpreis festgesetzt, da eine extreme Preisspanne besteht und man mit einem Richtpreis einen Anker setzen würde.
- Der Richtpreis wird beim Marktwert plus Transaktionskosten plus Due Diligence Kosten und Steuern festgelegt. In der Regel muss der Gewinn mindestens einen Jahresmietertrag betragen, sonst kein Verkauf.
- Der Richtpreis wäre etwa bei CHF 13 Mio. So rund 10% bis 15% über dem Marktwert. Rund 5% bis 10% Netto-Gewinn müsste erwirtschaftet werden. Wir prüfen extrem viele Objekte und kennen bei den Schlüsselobjekten schlussendlich auch den Transaktionspreis. Dadurch haben wir eine sehr gute Einschätzung, zu welchem Preis eine Liegenschaft in etwa verkauft wird.
Anlagestiftungen
- Richtpreis minimal ist der Marktwert. Jedoch würde man versuchen, den Richtwert 10% höher zu setzen. Das Timing ist entscheidend.
- Ziel ist, dass mindestens eine schwarze Null unter der Rechnung steht. Das heisst, dass die DCF Bewertung die Basis ist. Die Transaktionskosten müssen vollumfänglich gedeckt sein und am besten noch ein Jahresmietzins als Gewinn,

	damit (vor allem bei unterjährigen Verkäufen) kein Impact auf die Erfolgsrechnung zu erwarten ist. - Der IRR von Bestandesbewertungen ist heute rund 15% höher als der IRR von Akquisitionsbewertungen. Die Frage ist, in welche Richtung bewegen sich nun die Bewertungen. Werden alle Bestandesbewertungen in Richtung IRR der Akquisitionsbewertungen sich entwickeln? Also weitere Preiserhöhungen oder wird es bei den Akquisitionsbewertungen langsam eine Korrektur geben, wieder Richtung Bestandesbewertungen. Das ist die entscheidende Frage, ob man noch kauft oder nicht.
24	Gekauft CHF 10 Mio. Marktwert CHF 9 Mio. Welches ist in etwa der Richtpreis, mit dem Sie auf den Markt gehen?
Immobilienfonds	
	- Falls innerhalb eines Jahres, auf CHF 11 Mio. - Nach einem Jahr, nicht mehr relevant, da der Abschreiber bereits genommen wurde. Dadurch erfolgt eine Betrachtung des jetzigen Marktwertes und es ist die gleiche Antwort wie bei 24 – Bestandesbewertung +15%
Immobilien Aktiengesellschaften	
	- Gleiches Vorgehen wie bei Frage 23 – Vergangenheit darf keine Rolle spielen. - Die letzte Bewertung ist der Referenzpunkt.
	- Gleich wie bei 23
Anlagestiftungen	
	- Ehrgeiz, die 10 Mio. wieder zu holen. Externe Makler werden eingesetzt. Auch diese werden incentiviert.
	- Gleich wie bei 23.
25	Bestehen quantitative Anlageziele pro Jahr?
Immobilienfonds	
	- Ja, die Immobilienquote muss von 10% auf 15% gesteigert werden.
Immobilien Aktiengesellschaften	
	- Nein es gibt keine Vorgaben. Das Ziel ist die Optimierung nach Grösse. Die Profitabilität steht im Vordergrund. Das Eigenkapital soll optimal ausgenutzt werden.

Anlagestiftungen
- Ja, es gibt Anlageziele. Die sind aber nicht sakrosankt. Ziel ist ein qualitatives Wachstum, aber nicht um jeden Preis. - Es ist aber eine Nachfrage von Anlegerseite vorhanden, sodass ein leichter Druck da ist. - Ja, es gibt Wachstumsziele. Die Anlagestiftung ist thesaurierend, das heisst, die angesammelten Gewinne werden reinvestiert. Zusätzliches Wachstum gibt es über neue Zeichnung von Anteilen.

Interview-Leitfragen für Wirtschaftsprüfer	
Nr.	**Fragen**
1	Für welche Kunden prüfen Sie? - Immobilienfonds - Immobilien AGs (kotiert/nicht kotiert) - Anlagestiftungen
	- Immobilien AG's kotiert und nicht kotiert - Anlagestiftungen - Beratung für grosse Immobilienfonds
	- Immobilienfonds - Immobilien AG's (kotiert und nicht kotiert) - Anlagestiftungen - Beratende Tätigkeit (z.B. externe Compliance Stelle für einen Immobilienfonds)
2	Welchen Einfluss haben nach Ihrer Ansicht die Bewertungen auf die Bilanzierung? Welchen Einfluss hat die Bewertung auf die Entscheidungen der Kunden?
	- Die Bewertung hat riesigen Einfluss, da sie schlussendlich relevant ist für die Bilanzierung. - Bei Immobilienfonds noch viel grösseren Einfluss, da bei einem Ankauf bereits eine Bewertung erstellt werden muss. - Bei Versicherungen weniger Einfluss, da Versicherungen nicht gezwungen sind, eine Bewertung durch einen unabhängigen Schätzer erstellen zu lassen (SIX Anforderung).
	- Die Bewertung hat einen grossen Einfluss. Sie ist relevant für die Bilanzierung am Jahresende. Grundsätzlich ist ja nur bei IFRS (neu mit IFRS 13) und bei den Immobilienfonds (dynamische Bewertung) die Bewertungsmethode vorgegeben. Bei den restlichen Rechnungslegungsstandards kann der Kunde im Prinzip selbst wählen, welche Methode er anwenden will (Vergleichswertmethode, Ertragswertmethode etc.). In der Regel (praktisch ausschliesslich) wird in der Schweiz die DCF Methode zur Bewertung von Renditeliegenschaften verwendet.
3	Beeinflusst die Rechnungslegung Investitions- oder Devestitionsentscheidungen von Kunden? - Inwiefern?

	- Sehen Sie Unterschiede aufgrund der Rechnungslegungsstandards? - Sehen Sie Unterschiede je nach Gesellschaftsform? - Sehen Sie Unterschiede durch die Professionalität der Kunden?
-	Siehe Antwort 2
-	Unterschiede in der Rechnungslegung haben einen Einfluss auf das Verhalten der Investoren. - Bei IFRS ist der Prüfer grundsätzlich bereits vor der Transaktion involviert und soll eine erste Beurteilung der Accounting Situation vornehmen. - Bei OR wird der Prüfer immer erst nach der Transaktion kontaktiert respektive man erfährt es zum Jahresende. - Bei Immobilienfonds ist der Einfluss noch ein wenig grösser, da bereits zum Kaufzeitpunkt eine Beurteilung durch den Schätzer zu erfolgen hat (muss nicht zwingend eine Bewertung sein – ist es aber in der Regel). Falls der Kaufpreis von der Beurteilung des Schätzers abweicht, muss der Investor dem Prüfer diese Begründung, ist aber nicht offenlegungspflichtig. - Bei Swiss GAAP FER gibt es zum Teil Anfragen vor Transaktionen.
4	Wie beurteilen Sie den Handlungs-/Interpretationsspielraum bei IFRS für die Bewertung von Liegenschaften? - Wird er ausgereizt? - Wo sind die typischen Diskussionspunkte mit dem Kunden?
-	Grundsätzlich ist die Bewertung relevant. Für den Prüfer hat es nicht einen allzu starken Einfluss, da der Bewerter für die Bewertung verantwortlich ist. - Wenn Druck ausgeübt wird, dann auf den Bewerter. - Handlungsspielraum hat es bei den latenten Steuern (Bestimmung Haltedauer etc.). - Grundsätzlich ist der Handlungsspielraum aber sehr beschränkt. - Zusätzlicher Spielraum bei Entwicklungsliegenschaften zu Fair Value (Stand, Risiken etc.). Bei FER ist die Situation nicht geregelt, aber grundsätzlich möglich.
-	Es besteht nicht ein allzu grosser Interpretationsspielraum, da IFRS sehr detailliert geregelt ist. Zum Teil sehr komplex. - Zum Teil die Schwierigkeit, dass gewisse Transaktionen nach IFRS 3 (Business Combination) beurteilt werden müssen. Es ist entscheidend, ob die Transaktion

	als Asset Deal oder als Share Deal und somit als Business Combination (BC) beurteilt wird. Bei einer BC müssen sämtliche Aktiven und Passiven (inkl. Latente Steuern) zum Fair Value bilanziert werden (Purchase Price Allocation), ausser die latenten Steuern, die werden nach IAS 12 nicht zu Fair Value bilanziert, sondern nominal. Dies kann oder wird zu Goodwill führen, der einem Impairment Test unterzogen werden muss. Je nach Business Case und bezahltem Kaufpreis ist der Goodwill unterschiedlich gross. - Ein weiteres Problem kann die Bewertung von Entwicklungsprojekten zu Fair Value sein, wenn man erst den Boden und das Projekt gekauft hat. Wenn der Bodenpreis bereits sehr hoch war und darin bereits eine Vorwegnahme des „Entwicklungsgewinnes“ respektive eine Erhöhung des Risikos ist, kann es sein, dass es bei der Fair Value Bewertung zu einer Abschreibung kommt. - Aufzupassen ist auch bei Transaktionen, die allenfalls noch Finanzinstrumente enthalten. Wenn zum Beispiel ein Forward Kauf abgeschlossen wird und es darin noch Mietzinsgarantien durch den Verkäufer enthält, so kann es sein, dass die einzelnen Elemente als Finanzinstrumente beurteilt und bewertet werden müssen.
5	Wie beurteilen Sie den Handlungs-/Interpretationsspielraum bei SWISS GAAP FER für die Bewertung von Liegenschaften? - Wird er ausgereizt? - Wo sind die typischen Diskussionspunkte mit dem Kunden?
	- Dito zu IFRS
	- Swiss GAAP FER lässt gewisse Wahlmöglichkeiten, jedoch werden die wesentlichen Konzepte von den Immobiliengesellschaften praktisch gleich angewendet und sind somit gut vergleichbar. - Wenn FER einen Sachverhalt nicht regelt, ist man schnell bei IFRS zur Überprüfung von Anwendungsmöglichkeiten.
6	Wie sieht es bei den Immobilienfonds und den Anlagestiftungen aus? - Besteht ein grösserer Handlungsspielraum? - Wird er auch bewusst ausgereizt? - Haben Sie grosse Diskussionen mit dem Kunden?
	- Dito zu IFRS
	- Bei Immobilienfonds ist die Rechnungslegungsanforderung ein Mix aus Fair Value und OR. Dies ermöglicht zum Teil gewissen Handlungsspielraum. Zum

	Beispiel dürfen Rückstellungen für grosszyklische Sanierungen gebildet werden. Die anfallenden Kosten für eine Sanierung sind jedoch bereits in der DCF Bewertung berücksichtigt. Somit ist dieser Effekt doppelt in der Bilanz berücksichtigt. Es bestehen somit stille Reserven und der Fondsmanager hat gewisse Manipuliermasse. Dies hat zwar keinen Einfluss auf den NAV, jedoch einen Einfluss auf das P&L. - Die FINMA hat angekündigt, dass die KKV FINMA grundlegend überarbeitet werden. - Die relativ glatte Entwicklung der Werte von Immobilienfonds und Anlagestiftungen gegenüber den Immobilien AG's hat auch damit zu tun, dass die erstgenannten mehrheitlich in Wohnen investieren und die AG's mehrheitlich in Gewerbeliegenschaften. Durch das unterschiedliche Risiko-/Renditeprofil entsteht auch mehr Volatilität.
7	Als Prüfer sind Sie bestrebt, Risiken zu reduzieren/vermeiden (Haftungsrisiko etc.). Haben Sie dadurch bei einer Fair Value Betrachtung nicht eine natürliche Blockade, um Potenziale auszuschöpfen (bspw. highest and best use)?
	- Eher Frage für Bewerter - Risiko des Prüfers bezieht sich mehr auf den gesamten Abschluss. Der Bewerter hat nur ein sehr reduziertes Haftungsrisiko. Für die ordentliche Prüfung nach Gesetz und Statuten ist der Prüfer verantwortlich. Auch für die darin enthaltenen Immobilienwerte. Er muss nach Prüfungsstandard PS 620 (Verwendung von Arbeiten eines Experten) oder PS 540 (Prüfung von Schätzungen im Abschluss) oder PS 545 (Prüfung von Fair Values) prüfen. - Bewerter haben auch kein Rotationsprinzip (gewisse Ansätze im Red Book). - Regulierung für Bewerter im Vergleich zum Prüfer sehr gering.
	- Nicht für Prüfer relevant.
8	Haben Sie Kunden, wo Sie „highest and best use" nach IFRS 13 anwenden? - Falls ja, wer erörtert das Potenzial (Sie oder Kunde) - Wie reagiert der Kunde auf einen neuen Standard?
	- Die ersten Erfahrungswerte sind da. Es wird davon ausgegangen, dass kein wesentlicher Einfluss besteht. Praktisch sämtliche kotierten Immobilien AG's haben im Geschäftsbericht offengelegt, dass mit der erstmaligen Beurteilung im

	2013 kein wesentlicher Einfluss zu erwarten ist. Mobimo erwartet CHF 10 Mio. Aufwertung und PSP hat im Q1 CHF 15 Mio. aufgewertet. Die Aufwertung ist netto ausgewiesen (erhöhte Einnahmen reduziert um die erwarteten Kosten für die Umnutzung). Dadurch wird geringer Einfluss erwartet. Zusätzlich könnte eine grosse Wertveränderung für ein „Missmanagement“ verstanden werden, dass das Potenzial nicht ausgenützt wird. Daher wird auch davon ausgegangen, dass das Management kein grosses Interesse an einer wesentlichen Aufwertung hat. - Bei PSP waren die Gründe für die Aufwertung ein Potenzial in der Flächenstruktur. Eigentlich muss die PSP dies nun umsetzen. - Bei Aufwertung erfolgt tiefere Rendite, was wiederum dazu führen kann, dass die Liegenschaft umgenutzt respektive verkauft wird. Mit dem Mehrertrag müsste zu besserer Rendite reinvestiert werden können. Gefahr von Strategy follows Accounting. - Potenzial wird durch den Bewerter erörtert. - Der Kunde reagiert sehr zurückhaltend auf den neuen Standard. Erste Erfahrungen auch in Deutschland und UK haben gezeigt, dass der Einfluss gering ist.
	- Ja, zum Beispiel PSP – CHF 15 Mio. Aufwertung. Dies ist eine Nettobetrachtung. Man geht davon aus, dass es im Generellen immer wieder Objekte hat mit einer besseren Nutzungsmöglichkeit. Dabei geht man von einem Wertänderungspotential von 5% bis 10% aus. - Die Beurteilung ist immer netto, das heisst, die zukünftigen Mehrerträge müssen auch um die Mehrkosten für die Umnutzung sowie durch die nötige Risikoberücksichtigung reduziert und auf den Bewertungszeitpunkt abdiskontiert werden. - In Deutschland ist zu beobachten, dass die Bewerter von Wertsteigerungspotenzialen von bis zu 30% ausgehen. Zusätzlich verspüren die Bewerter einen gewissen Druck durch die Gesellschaften im Vorfeld von geplanten IPO’s. Die Gesellschaften drucken stark auf die Aufwertung für einen höheren IPO-Wert. - Der grösste Effekt wird vermutlich bei den Versicherungen sein. Diese müssen jedoch nicht zwingend einen externen Bewerter haben. Somit können sie den Effekt der HIBU ignorieren.
9	Wenden Kunden auch „highest and best use“ an, welche nicht nach IFRS 13 rapportieren? Wer analysiert das Potenzial?

	- Nicht bekannt
	- Grundsätzlich könnten auch Immobilienfonds oder andere Rechnungslegungen HIBU anwenden. Es ist jedoch nichts bekannt. - Erfahrungsgemäss wollen die Investoren dies nicht, da dadurch eine höhere Volatilität erreicht wird.
10	Durch den Kunden wird eine Liegenschaft gekauft mit Potenzial (z.B. Ausnutzung). Das Potenzial hat der Kunde eingepreist, kann aber heute noch nicht in der Bewertung ausgewiesen werden.
	- Immobilienfonds haben es in solchen Situationen schwer, da sie zwingend eine Ankaufsschätzung brauchen. Es würde zu einer Abwertung kommen, was durch den Prüfer immer sehr genau angeschaut wird. - Bei anderen Gefässen kann der Markt teilweise bereits wieder für die Anleger spielen, da es zu einer Aufwertung kommt bis zum Jahresende. - Als Investor wird jedoch mit dem Bewerter die Situation sehr genau analysiert und wenn immer möglich versucht, das Potenzial in der Bewertung mit zu berücksichtigen.
	- Grundsätzlich zählt die Bewertung. Es kann jedoch begründete Abweichungen geben. Es gilt als Faustregel, dass +/-5% Abweichung in etwa akzeptabel sind. Begründungen kundenseitig sind dann meistens: höhere Mietzinsannahmen oder tiefere Capex. Es sind jedoch wenige Fälle. Meistens werden sich Investor und Bewerter bereits früher einig (und die Bewertung weist den gewünschten Wert aus). - 14/15 übernehmen den Wert der externen Schätzung. - Man könnte auch mit dem Anschaffungswertprinzip argumentieren und darauf pochen, dass der Kaufpreis dem Marktpreis zum Zeitpunkt des Kaufes entspricht.
11	Welchen Einfluss auf die Entscheidungen der Kunden haben die Transaktionskosten auf Investitionen oder Devestitionen?
	- Aus meiner Sicht praktisch keine. - Bis anhin wurden praktisch sämtliche Transaktionskosten noch auf den Immobilienwert dazu addiert (eine Auswirkung des Anschaffungskostenprinzip). Neu unter IFRS ist per Jahresende der Exit-Wert relevant (ohne Reduktion der Transaktionskosten). Daher müssten die Transaktionskosten erfolgswirksam

	verbucht werden. - Grundsätzlich ein unwesentlicher Betrag. Ausser bei einem neuen Gefäss. - Die Expertengruppe ist sich einig, dass der Exit-Wert als Wert definiert wird, welcher beim Vertragsabschluss im Kaufvertrag steht (eigentlich ohne Transaktionskosten). Jedoch ist sich die Bewerter Gilde einig, dass die Transaktionskosten neu mit berücksichtigt werden in der Bewertung. Somit ist der Einfluss neutralisiert.
	- Haben grundsätzlich keinen Einfluss. - Jedoch ist die Handhabung in der Schweiz speziell. Im Ausland wird für eine Liegenschaft mit einem Marktwert von CHF 100 Mio. nur CHF 95 Mio. bezahlt, da CHF 5 Mio. noch Transaktionskosten sind. Somit ist der zu aktivierende Wert CHF 100. In der Schweiz werden CHF 100 Mio. bezahlt und die CHF 5 Mio. werden noch zusätzlich aktiviert.
12	Der Kunde hat eine Liegenschaft mit einer Prämie akquiriert. Wie gehen Sie in der Folgebewertung mit der Situation um? - Wie werden die Transaktionskosten behandelt? - Hat der Rechnungslegungsstandard einen Einfluss auf die Entscheidung bezüglich der Transaktionskosten?
	- Siehe Antwort unter 11.
	- Unter IFRS sind die Transaktionskosten neu bei der ersten Bewertung zum Bilanzstichtag über das P&L zu verbuchen. Jedoch besteht die Möglichkeit, dass sich seit dem Kaufzeitpunkt bis zum nächsten Abschluss bereits eine Wertsteigerung ereignet hat. - Alle restlichen Standards verlangen keine Ausbuchung über das P&L. Folglich werden die Transaktionskosten zusätzlich zur Fair Value Bilanzierung aktiviert. Obwohl streng genommen kein Fair Value respektive keine Werthaltung auf den Transaktionskosten bestehen.
13	Der Kunde realisiert, dass ein potenzieller Verlust droht: - Nehmen die Kunden mit Ihnen die Diskussionen auf zur Vermeidung von Verlusten? - Wird teilweise Druck auf Sie ausgeübt (Mandatsverlust etc.)? - Werden Gruppenbewertungseffekt (Gewinne heben Verluste auf) allenfalls berücksichtigt?

	- Wie geht Ihre Gesellschaft mit Druck auf die Prüfer um?
	- Die Einflussnahme beginnt meistens im Jahr vor dem Verkauf, sodass bereits auf eine Abwertung hingearbeitet wird. Dies erfolgt nicht sehr offensichtlich, jedoch wird versucht, einen nicht realisierten Verlust zu erlangen, damit nicht ein realisierter Verlust beim Verkauf zu realisieren ist. - Der Ankereffekt hat einen grossen Einfluss im Kaufprozess (Orientierung an der erstgenannten Zahl)
	- Realisierte und nicht realisierte Verluste werden unterschiedlich beurteilt. Man sieht in praktisch keinem Geschäftsbericht, dass ein Verlust realisiert wurde. - Für nicht realisierte Verluste werden Gründe wie Marktentwicklung etc. zugeschrieben – ist aber gleich zu werten wie ein realisierter Verlust. Da eigentlich nur noch das Zukunftspotenzial zählt. - Wenn Liegenschaften verkauft werden sollen und der Richtpreis nicht erreicht wird, werden sie häufig wieder von der Verkaufsliste genommen (aber nicht mit einem Verlust oder zum aktuellen Marktwert verkauft) - In solchen Situationen gilt es für den Prüfer, die Werthaltigkeit dieser Liegenschaft schon sehr genau zu hinterfragen.
14	Haben Sie den Eindruck, dass die Kunden bei einer Einzel- vs. Portfolio-Betrachtung einen potenziellen Verlust unterschiedlich betrachten?
	- Portfolio-Betrachtung hat einen grossen Einfluss. Sobald auf der Stufe Portfolio ein Aufwertungsgewinn (Netto) resultiert, wird es für positiv beurteilt. Abwertungen werden eher hingenommen wenn sie mit einer Aufwertung kompensiert werden können. - Unter IFRS zwar eine Bruttobetrachtung, doch was zählt ist netto. - Es kann durchaus auch festgestellt, werden, dass in Jahren von grossen Aufwertungsgewinnen gewisse Liegenschaften auch proaktiv abgewertet werden, um bei allfälligen Verkäufen keinen Verlust zu realisieren. - Der Effekt, ob es sich um einen realisierten Verlust handelt oder um einen nicht realisierten Verlust, ist gross. Nicht realisierte Verluste werden viel eher akzeptiert als realisierte. Bei den Gewinnen ist es genau umgekehrt: lieber realisiert, als nicht realisiert.
	- Portfolio-Effekt wird benutzt, um Gewinne und Verluste zu kompensieren. - Bewertungsreduktionen im Vorjahr vor dem Verkauf sind eigentlich nicht zu

	beobachten (Realisieren von nicht realisiertem Verlust zur Erzielung eines Gewinnes im Folgejahr). - Beispielsweise IAS 2 bietet gute Grundlage bei Projektentwicklungen im STWEG. Bei der Fertigstellung und Eigentumsübertragung fällt der gesamte Gewinn an. Dieser Zeitpunkt ist im Vorfeld wohl bekannt und kann somit als Steuerungsmasse berücksichtigt werden (Verluste durch Gewinne kompensieren).
15	Wie beurteilen Sie den Wechsel von Intershop von IFRS auf Swiss GAAP FER?
	- Gründe sind nicht wie ursprünglich in den Medien berichtet IFRS 13, sondern mehr die zum Teil nutzlosen IFRS Anforderungen wie zum Beispiel IAS 19 Pensionskassenverpflichtungen oder IFRS 7 Finanzinstrumente. Die Aussagekraft wird dadurch nicht höher für den Investor, jedoch die Komplexität und die Lesbarkeit der Jahresrechnung werden deutlich anspruchsvoller.
	- Nachvollziehbar für auf die Schweiz ausgerichtete Immobiliengesellschaft mit inländischen Investoren.
16	Zusätzlich besprochen: Wie sieht Ihre Beurteilung der diskutierten Punkte nach OR aus?
	- Die Fair Value Thematik treibt das kurzfristige Denken. - Die ursprünglichen Investitionskosten werden vergessen. - Fair Value vergisst die Vergangenheit. - Fair Value treibt die Einflussparameter der relevanten Kennzahlen, die vom Markt gefordert sind. Es werden jedoch Kennzahlen wie der IRR etc. ausser Acht gelassen. - OR Anwender haben grösseren Spielraum und nutzen diesen auch aus.
	- Das OR kennt kein Hedge Accounting. Wirtschaftliche Abläufe werden hier vom Accounting stark beeinflusst. Beispielsweise könnte eine Libor Hypothek mit einem Swap zur Absicherung von Schwankungsrisiken kombiniert werden. Jedoch müsste im OR jetzt die Absicherung zu Fair Value bilanziert werden und kann zu einem wesentlichen Verlust führen.
17	Mich hat bei der Handhabung von Immobilienfonds erstaunt, dass es eine Art Vermischung zwischen realisierten und nicht realisierten Gewinnen/Verlusten gibt. Beispiel: Wenn man eine Liegenschaft zu CHF 10 Mio. erworben hat, sie heute einen Marktwert von CHF 13 Mio. hat und man sie heute für CHF 15 Mio.

	verkauft, dann weist man einen realisierten Gewinn von CHF 5 Mio. aus und nicht, wie zu erwarten, CHF 2 Mio. Handhaben dies alle Immobilienfonds gleich?
-	KAG/KKV/KKV-FINMA äussern sich dazu nicht. In der Tat gibt es dazu zwei Meinungen (übrigens unter IFRS auch nicht anders) -> 1) Der realisierte Erfolg entspricht dem Verkaufspreis im Vergleich zur letzten (Fair Value) Bewertung, in deinem Fall also 2 Mio. oder -> 2) Der realisierte Erfolg entspricht dem Verkaufspreis im Vergleich zu den ursprünglichen Anschaffungskosten (zzgl. Investitionen) in deinem Bsp. also 5. Argument für die Variante 2: Wenn man eine Liegenschaft zu 10 kauft und der Wert sinkt während Jahren (z.B. auf 5) und man verkauft dann zu 6, dann hat man letztendlich 4 in den Sand gesetzt und hat eigentlich keinen Gewinn (bei Variante 1 Gewinn +1 in diesem Beispiel).

Interview-Leitfragen für Bewerter	
Nr.	**Fragen**
1	Für welche Kunden bewerten Sie? - Immobilienfonds - Immobilien AGs (kotiert/nicht kotiert) - Anlagestiftungen
	- Immobilienfonds - Immobilien AGs (kotiert und nicht kotiert) - Anlagestiftungen - Private - Eigentlich für alle
	- Alle drei Anlagegefässe sowohl als Bewerter wie auch von der Transaktionsseite.
	- Die Gesellschaft wie auch ich bewerten für alle drei Immobiliengefässe.
	- Für alle drei Anlagegefässe
	- Alle Gefässe - Hauptsächlich für vier Immobilienfonds - Vor allem Second Opinions für grössere Transaktionen. Geht meistens über normale Bewertungen hinaus => Bewertung nicht mehr die einzige Stellschraube, sondern noch andere Aspekte => Share Deals
	- Immobilien AG's kotiert und Anlagestiftungen - Für Immobilienfonds läuft ein Antrag bei der FINMA zur Akkreditierung.
2	Welchen Einfluss haben nach Ihrer Ansicht die Rechnungslegungsstandards auf Ihre Arbeit als Bewerter?
	- Die Rechnungslegung hat nur einen beschränkten Einfluss auf die Arbeit als Bewerter. In dem Bewertungstestat wird unterschieden, nach welchem Rechnungslegungsstandard bewertet wird. Die Definition Marktwert ist aber überall gleich. Ausser neu bei IFRS, da ist es nicht mehr zwingend gleich durch den highest and best use nach IFRS 13. - Für den Kunden hat der Rechnungslegungsstandard doch einen wesentlichen Einfluss. IFRS ist nicht unbedingt praktisch für in der Anwendung. Tendenzen sind erkennbar, dass Gesellschaften zu Swiss GAAP FER wechseln.

- Die Rechnungslegung hat einen grossen Einfluss. - IFRS 13 hat eine wesentliche Änderung gebracht. - Immobilienfonds haben grundsätzlich einen Liquidationswert. Nur wissen dies viele Bewerter nicht. Ist momentan auch nicht so relevant, da ein funktionierender Markt besteht. Das „Proof of Concept“ kommt bei einer Wende des Marktes. - IFRS 13 müsste auch bei Swiss GAAP FER bereits angewendet werden, also auch bei den Pensionskassen. - Pensionskassen wären sehr stark betroffen, da grosses und altes Wohnportfolio mit Potenzial zu Stockwerkeigentum in grossem Umfang vorhanden ist.
- Rechnungslegung hat nicht so grossen Einfluss. Neu mit IFRS 13 hat sie einen gewissen Einfluss respektive führt zu einem gewissen Unterschied in der Handhabung. - Grundsätzlich ist der Marktwert der Marktwert und da gibt es keinen Unterschied.
- Grundsätzlich gibt es eine Marktwertbeurteilung, diese ist Industriestandard und bei allen Rechnungslegungen gleich. - Unterschiede gibt es neu mit der Anwendung von IFRS 13. Die Branche ist sich zwar einig, wie man mit dem „highest and best use“ bei IFRS umgeht, jedoch ist noch nicht klar, was die Auswirkungen auf die restlichen Rechnungslegungsstandards sein werden, wie z.B. Swiss GAAP FER. - Die Frage, die sich hier stellt, ob es in Zukunft zwei unterschiedliche Schätzungen geben wird? Zurzeit ist diese Frage noch nicht geklärt. - Unterschiede gibt es vor allem, wenn Bewertungen durch kleinere Gesellschaften vorgenommen werden. Da besteht teilweise eine Mischung von verschiedenen Wertermittlungsmethoden und die Anwendung ist nicht zwingend stringent. - Jedoch bei den genannten Anlagegefässen gibt es darüber hinausgehende Vorschriften wie das Börsenreglement oder das KAG, welche die Bewertungsmethode weitgehend vorgeben.
- Die Rechnungslegung hat einen grossen Einfluss, jedoch nachgelagert. - Der Fair Value ist der Marktwert und der ist grundsätzlich überall gleich. - Schlussendlich ist es ein Income Approach mit den drei Fair Value Levels. - Wichtiger sind jedoch die IVS, gefolgt von RICS, American Appraisal Standards etc. In internationalen Verhältnissen sind die IVS entscheidend. Auf der

	Stufe der Rechnungslegung gibt es aber keinen starken Einfluss. - In der Rechnungslegung kann ein Fair Value auch ein Substanzwert sein. Bspw. bei einem Industriegebäude, wo man keinen aktiven Markt hat etc. - Die DCF Methode ist nicht explizit vorgeschrieben. Grundsätzlich ist es ein Income Approach. Anlagestiftungen haben zum Teil noch eine Mischform aus DCF und der ursprünglichen Bewertung. Da ist die Regulierung nicht so hoch.
	- Die Rechnungslegung hat einen grossen Einfluss. Wenn man zum Beispiel die Entwicklungen von IFRS 13 anschaut, so sieht man, dass der Einfluss grösser wird. - Die Auslegung durch IFRS 13 wird intensiver. - Die Frage ist, wie die Transaktionskosten berücksichtigt werden. Die Frage ist noch nicht geklärt. Man sieht zwei Varianten. Zum einen werden die Transaktionskosten nicht berücksichtigt beim Exit Value. Bei der anderen Variante werden die Transaktionskosten von dem Exit Value abgezogen und netto ausgewiesen. Diese Handhabung gibt es aber nur bei den Verkaufstransaktionskosten. - Ein weiterer Einfluss hätte den neuen Standard von Leasing gehabt, welcher jedoch vorläufig nicht kommen wird.
3	Beeinflusst die Rechnungslegung Investitions- oder Devestitionsentscheidungen von Kunden? - Inwiefern? - Sehen Sie Unterschiede aufgrund der Rechnungslegungsstandards? - Sehen Sie Unterschiede je nach Gesellschaftsform? - Sehen Sie Unterschiede durch die Professionalität der Kunden?
	- Grundsätzlich hat es keinen wesentlichen Einfluss. - Unterschiedliche Auswirkungen (Volatilitäten) der einzelnen Gefässe werden durch die unterschiedlichen Business Cases/Anlagestrategien erklärt. Immo AG's meistens auf Geschäftsliegenschaften oder Value Added etc. Fonds und Anlagestiftung verzeichnen auf der Stufe der Immobilienbewertung etwa die gleiche Entwicklung. - Wobei Fonds zum Teil recht aggressiv unterwegs sind. Kann allenfalls durch die Kostenstruktur und dem daraus folgenden Anlagedruck erklärt werden. Bei jeder Transaktion verdient die Fondsleitung Honorar => Umsatzabhängigkeit.
	- Nein, eigentlich nicht gross. Die Bewertung hat einen wesentlichen Einfluss.

	- Praktisch nicht. Höchstens wenn „highest and best use“ angewendet werden kann, so hat man allenfalls die Möglichkeit, einen höheren Preis zu bieten als seine Mitstreiter. In einem Portfolio kann es durchaus sein, dass es unterschiedliche Bewertungen gibt – zu HIBU und zur Fortführung. Auch wenn es Liegenschaften im Bestand hat mit HIBU-Potenzial werden diese nicht automatisch auch zu HIBU bewertet, nur weil man eine Liegenschaft mit HIBU-Werten akquiriert hat.
	- Eher untergeordnet. Ausser beim Share Deal (latente Steuern, Goodwill etc.).
	- Nicht gross erkennbar bei unserer Arbeit.
4	Welche Rolle spielt die Bewertung beim Anlageentscheid?
	- Normalerweise eine sehr grosse. - Grundsätzlich gibt es keine Unterscheidung zwischen einer Bestandes-, Akquisition- oder Verkaufsbewertung. - Das Testat ist überall unterschiedlich. Wieso ist nicht bekannt. Aber Marktwert = Marktwert bei allen Bewertungen. - Man sieht jedoch, dass die Akquisitionsbewertungen doch eher „scharf“ sind. - Im Diskontsatz dürfte es eigentlich keinen Unterschied geben in der Akquisitionsbewertung. - Jedoch in den Mietzinserträgen und in den Investitionskosten besteht ein gewisser Spielraum. Häufig sieht man, dass die Investitionskosten nach hinten geschoben werden oder dass die Kosten pro Wohnung tiefer angesetzt werden. - Unterschiedliche Bewertungen sind ein grosses Thema bei unserer Gesellschaft intern. Man kommt zum Teil in Bedrängnis, wenn man für den Auditor die Bewertungen zu plausibilisieren hat. - Es wurde auch beobachtet, dass die gleiche Prüfgesellschaft für den Ankauf und den Verkauf bewertet hat und dabei massiv unterschiedliche Bewertung hatte.
	- Ist sehr unterschiedlich. - Kunden kaufen zum Teil ein und bewerten erst danach. - Grosse Kunden, die permanent ankaufen, bewerten häufig erst danach => Erfahrung ist sehr hoch und Bewertungskompetenz ist im Haus. - Risiko des Einwertungsverlustes ist da, spielt aber nicht so eine starke Rolle. „Ist man halt mal 10 Mio. daneben“. - Die grossen Kunden können die Verluste wieder auffangen mit anderen Aufwer-

tungsgewinnen. Die sind mittlerweile ziemlich gelassen. Die können den Verlust versorgen, da er nicht transparent ausgewiesen wird. - Bei neueren Gefässen ist man natürlich sehr viel sensibler. Ein Verlust kann grosse Folgen haben, da er nicht auffang bar ist.
- Bei Immobilienfonds hat sie einen enorm hohen Stellenwert. Sie müssen zum Bewertungswert kaufen. Abweichungen müssen begründet werden gegenüber der Prüfgesellschaft.
- Ist sehr unterschiedlich. - Private nehmen sie zur Kenntnis und nehmen ihre eigene Beurteilung vor. Zum Teil handelt es sich um Liebhaberobjekte etc. - Auch bei den Institutionellen ist es unterschiedlich. Versicherungen, welche die Liegenschaften für das Buch nehmen, können teilweise mehr bezahlen, da es um die Asset Allokation geht. Bei Anlagestiftungen ist es zum Teil auch so, dass ein Einwertungsverlust hingenommen wird, da man an den Standort glaubt und man langfristig aufgestellt ist. - Im Immobilienfondsbereich ist die Abhängigkeit von der Bewertung schon grösser. Man bietet nicht oder höchst ungern über dem Bewertungswert. Teilweise werden auch da Einwertungsverluste akzeptiert.
- Die Bewertung ist essenziell. Sie dient der Entscheidungsfindung. Die Investoren sind schlussendlich renditegetrieben und kaufen letztendlich nichts anderes als Cash Flows. In der Bewertung ist es vor allem wichtig, nichts zu vergessen. - Die Diskussionen mit den Kunden sind enorm gross. Der Bewerter ist mittlerweile eine Art Coach. Wichtig ist, dass man nichts vergessen hat. Die Investoren haben Ziele, wie z.B. die Netto CF Rendite, den IRR etc., zu diesen Werten wird am Schluss eingekauft. - Heute hat man viel mehr Diskussionen wie früher. Heute ist der Markt warm. Die Gegenüber haben eine bessere Ausbildung und bringen mehr Know-how mit.
- Teilweise ja. - Es kommt immer auf den Kunden an. Teilweise sind die Kunden eher konservativ und wollen eine entsprechende Bewertung und zum Teil ist der Kunde aber auch bereit, mehr zu bezahlen für eine Liegenschaft. - Die Immobilien AG's sind mehr an Wertveränderung interessiert als an Cash

	Flow. Deshalb wollen sie nicht zu viel bezahlen bei einer Akquisition. - Dagegen sind die Versicherungen daran interessiert, Cash Flows einzukaufen, und sind daher eher bereit, auch einmal eine Prämie zu bezahlen.
5	**Szenario:** Akquisitionsbewertung CHF 10 Mio. Richtpreis CHF 10.5 Mio. Beurteilung aus Due Diligence sehr gut – allenfalls zusätzliches Potenzial. Der Kunde weiss, dass die Konkurrenz den Richtpreis bietet. Der Kunde will sein Angebot nach oben korrigieren. Ziehen Sie nach?
	- Ja, es besteht ein gewisser Handlungsspielraum und der wird durch die Kunden bewusst gesucht. - Ich würde sagen, der Spielraum ist bei maximal 5% - Spielraum meistens bei den Investitionen. - Eigentlich hat die Strategie nichts zu suchen in der Bewertung. Die Objektstrategie hat aber häufig einen Einfluss auf die Bewertung. - Man kann auch aggressive Gefässe beobachten, die mit 2 Bewertern unterwegs sind. Die höhere Bewertung wird schlussendlich reingenommen. Wird auch in den Folgebewertungen gedeckt.
	- Ja, dies gibt es immer wieder. - Auch hier spielen die Erfahrung und das Alter des Gefässes eine Rolle. - Junge Gefässe spüren Einwertungsverluste sehr stark – ältere können Einwertungsverluste „diversifizieren“. - Bei Fonds haben Bewerter zum Teil auch einen sehr hohen Einfluss. Wenn der Preis nicht gedeckt ist durch Bewertung, dann wird nicht gekauft. - Ins Gewicht fallen unterjährige Käufe, wo sie nur ½ Jahr Cash Flow haben und auf der anderen Seite haben sie die vollen Transaktionskosten, die voll ins P&L durchschlagen. - Viele rennen der Kapitalverzinsung hinterher. - Bei solchen Fällen gibt es immer wieder Diskussionen. Der Bewerter muss sich eine Meinung bilden, ob er Spielraum hat oder nicht. Eine Bewertung ist nichts absolut genaues. Es gibt einen Schätzungsspielraum von +/-5%, dies muss berücksichtigt werden. - Es werden Anpassungen vorgenommen. Wenn einer aber immer drüber liegt,

dann wird die rote Flagge erhoben. - Man sieht aber auch deutliche Unterschiede in den Bewertungen. Bewerter, die auch Transaktionen machen, sind in der Regel näher am Markt und auch näher mit ihren Schätzungen. Bewerter, die „nur“ basierend auf ihren Datenbanken bewerten, haben meistens grössere Abweichungen. In ruhigen Phasen sind auch diese relativ nahe am Markt. Jedoch sobald Bewegung im Markt ist, wie jetzt im Büromarkt Zürich, weisen diese Bewerter Abweichungen auf. Es gibt einen Time Lag aufgrund der Daten aus den Datenbanken.
- Praktisch bei jeder zweiten Bewertung haben wir Diskussionen. Meistens geht es um die Transaktionskosten, die auch noch irgendwie gedeckt werden sollen. Speziell bei den Fonds gibt es immer wieder Diskussionen, da die Transaktionsfees überall zum Zuge kommen (wie z.B. bei den Bankenfonds). Wenn es um interne Transaktionsfees geht, dann werden keine Ausnahmen gemacht. Die sollen dieses Problem selber lösen. - Man muss als Bewerter herausfinden, was die wirklichen Gründe sind, warum der Kunde höher gehen will. - Es sind in der Regel immer die gleichen Kunden, mit welchen man Diskussionen führt. - Die Investoren sind Professionals. Die Bewertung richtet sich nach dem Investorenverhalten. - Der Markt kann es zum Teil so oder so sehen. Zum Beispiel bei den Marktmieten oder den Investitionskosten hat man immer wieder Diskussionen. - Dadurch, dass die Immobilie ein heterogenes Gut ist, muss die Situation immer diskutiert werden. Jeder Investor sieht es ein wenig anders – sobald man mit drei Investoren gesprochen hat, bekommt man ein Gefühl für den Preis. - Der Investor muss eine plausible Erklärung haben für das Potenzial. - Die Diskussionen finden immer im Vorfeld statt. Im Nachhinein finden keine Anpassungen statt. Falls der Investor einen höheren Preis bezahlt hat, erfährt er einen Einwertungsverlust. - Es sind immer die gleichen, die diskutieren. Die Hälfte der Fälle löst sich von alleine.
- Druck ist nicht so gross. Diskussionen gibt es immer wieder. Grundsätzlich hat man drei Szenarien: höherer Wert, Punktlandung, tieferer Wert.

	- Diskussionen gibt es nur, wenn wir tiefer liegen. Die Gründe werden dem Kunden erläutert. Es gibt in der Regel ein, zwei Parameter, die schmerzlos angepasst werden können. - Der Kunde hat aber auch eine automatische Schmerzgrenze und zwar meistens seine Zielrendite. Wenn diese unterschritten wird, gibt es eine Verwässerung der Rendite. - Bei grösseren Gesellschaften wird beobachtet, dass sie immer mehr in grosse Losgrössen gehen, wo die Konkurrenz nicht mehr so gross ist, oder sie spannen mit Partnern zusammen und realisieren gemeinsame Projekte. Grosse Gesellschaften sind aber auch anders, da sie grössere Risiken nehmen können und die allfälligen Schwankungen aufgefangen werden können. - Jüngere Gesellschaften müssen zum Teil aggressiver auftreten.
	- Die Möglichkeit besteht und wird durch die Kunden gezielt eingesetzt. Die Toleranzgrenze ist zwischen 5% bis 10%. - Eine seriöse Bewertung von allen Bewertern für eine Standardliegenschaft hat vielleicht höchstens eine Abweichung von 5%. Bei Spezialliegenschaften sieht dies wieder anders aus, da ist die Streuung schon bedeutend grösser.
	- Ja, diese Möglichkeit besteht in einem Rahmen der Schätzungenauigkeit von +/- 5%. - Kunden gehen aber auch zum Teil über die Bewertung. Zum Teil gehen die Kunden auch davon aus, dass der Wert am Ende des Jahres mit der Wertsteigerung gedeckt sein wird. - Wenn wir momentan bewerten, können wir ja wohl kaum eine Abwertung vornehmen. - Teilweise bewerten wir das Portfolio in einem ersten Schritt ohne die Anpassung des Diskontsatzes. Das Portfolio wird dann mit dem Markt verglichen und dann wird eine Anpassung des Diskontsatzes vorgenommen. Dies erfolgt dann wieder auf Objektebene. Die spezifischen Risiken ändern sich nicht so stark, daher wird bei der Anpassung vor allem die Marktveränderung berücksichtigt. Die Marktrisiken werden dann für die gleichen Liegenschaften gleich angepasst. - Die Bewertungen hinken dem Markt hinterher.
6	Die Investoren sind teilweise bereit, eine Prämie zu bezahlen, wenn sie eine Story/Potenzial dahinter sehen.

	- Gibt es diese Story?
	- Die Storys gibt es teilweise. - Beispiel kann sein: Längerer Anlagehorizont und es wird in eine Liegenschaft investiert, die leer ist, aber voll im Zentrum. Macht zum Teil mehr Sinn, als in eine Wohnliegenschaft zu investieren, die heute voll ist, aber in fünf Jahren leer steht. - Die Bewertung kann nur den Markt abbilden, jedoch nicht die Strategie des Investors. - Zum Teil ist es aber auch nur eine Rechtfertigung für den Kauf.
	- Die Story, die der Markt sieht, müsste der Bewerter ebenfalls sehen. - Ausser vielleicht Arrondierungsstories, die nicht abgebildet werden können in der Bewertung. - Die Strategien der Investoren kennt der Bewerter nicht.
	- Teilweise ja. Zum Teil auch anderer Fokus – langfristig.
	- Zum Teil ist es eine Rechtfertigung für den zu hohen Kaufpreis und zum Teil gibt es diese Story. - Wenn es sich um eine Wohnliegenschaft handelt in der Agglomeration Zürich, dann wird die Story schon ziemlich schwierig und da ist man dann mal gespannt. - Momentan wird aber auch an B-Lagen die sogenannte Zürcher Prämie bezahlt, was sicherlich nicht aufgeht. - Es gibt jedoch Potenziale, die nicht in einer Bewertung abgebildet werden können (Arrondierung etc.), dann kann es in Ordnung sein. - Bei ganz grossen Investments sind es nur noch die grossen Players.
	- Diese Potenziale gibt es. Zum Beispiel, wenn in der Bewertung kein reales Wachstum berücksichtigt ist oder bei standortspezifischen Eigenschaften, die in der Bewertung nicht berücksichtigt werden können. - Schlussendlich machen wir eine Einzelbewertung und wir können mögliche Synergien zwischen den Liegenschaften nicht abbilden. - Die Bewertung sollte nicht die Strategie der Liegenschaft abbilden, sondern eine unabhängige Schätzung sein. Teilweise ergibt sich aber eine Mischung.
7	Durch den Kunden wird eine Liegenschaft gekauft mit Potenzial (z.B. Ausnut-

	zung). Das Potenzial hat der Kunde eingepreist, kann aber heute noch nicht in der Bewertung ausgewiesen werden. - Welche Möglichkeiten bestehen heute? - Wie gehen die Kunden mit solchen Situationen um?
	- Spielraum besteht und das Gespräch wird vom Kunden gesucht. - Es hat aber seine Grenzen. - Wenn zu aggressiv, dann kommt es zu einem Einwertungsverlust. - In der Romandie (neuere Gefässe) sieht man sehr aggressive Einkäufe. Zum Teil wird 40% über der Bewertung eingekauft. - In der Deutschschweiz ist eine scharfe Akquisitionsbewertung vielleicht 15% über dem Richtpreis.
	- Kann nur bei grossen und breiten Transaktionen abgebildet werden. Sonst wird es schwierig. Ausser es ist einigermassen im Bereich der Schätzungsungenauigkeit. - Wenn man am Markt die Streuung beobachtet, dann gibt es immer wieder 10% Abweichung. Bei problemlosen Immobilien ist die Streuung nicht so gross. Jedoch bei Prime-Objekten ist die Streuung zum Teil immens. Die Frage ist immer: Welche Story hat der Käufer? Beispiel Bahnhofstrasse: Wenn diese immer als Bürogebäude bewertet wird und der Käufer macht daraus einen Retail-Tempel, dann kann dies funktionieren. Bei der Bahnhofstrasse war der Unterschied zwischen dem höchsten und dem tiefsten Angebot (Binding Offer) 70%.
	- Die Investoren kommen dann mit ihren eigenen Berechnungen. Wie zum Beispiel Gestaltungsplan => +10% Ausnutzung etc. Falls dies dann plausibel ist, wird der Fall abgebildet.
	- In der Folgebewertung kaum.
	- Es werden immer mehr Diskussionen mit den Kunden geführt. Normalerweise jedoch bei der Akquisitionsbewertung. In der Folgebewertung weniger.
	- Keine grossen Möglichkeiten.
8	Welchen Einfluss übt ein potenzieller Diversifikationseffekt auf den Anlageentscheid (immer noch gleiches Szenario) aus? - Wie wird dieser Effekt in der Bewertung oder im Abschluss berücksichtigt? - Ist der Kunde bereit, eine Prämie zu bezahlen für einen Diversifikationsef-

	fekt?
-	Die Diversifikation hat keinen wesentlichen Einfluss. Wie in meiner Arbeit erforscht, hat es keinen so starken Einfluss. Wüest & Partner haben eine Studie publiziert, dass ein Diversifikationseffekt nur in Genf und Zürich besteht. Sonst korrelieren die Märkte nicht. Zudem haben die Objektdaten sowie die Mietverträge ebenfalls einen sehr starken Einfluss. Es müssten alle einzelnen Faktoren betrachten werden und die gegenseitigen Einflüsse respektive Korrelationen berechnet werden, was praktisch unmöglich ist und wahrscheinlich die Kompetenz eines Portfoliomanagers übersteigt.
-	Für den Bewerter spielt der Diversifikationseffekt keine Rolle. - Beispiel Maag: Alle UBS Liegenschaften hatten eine Break Option. Einzeln betrachtet ist diese Break Option kein Problem und wird in der Bewertung entsprechend berücksichtigt. Jedoch über das Portfolio ist es ein grosses Problem. Dieser Effekt müsste auf Porfolioebene berücksichtigt werden. Wurde es aber nicht. - Der Bewertungsauftrag ist relativ eng (vor Steuern, ohne Altlasten etc.) - Maag hat voll versagt – Übernahme durch SPS.
-	Taktische Asset Allokation hat einen enormen Einfluss. Der Asset Manager erhält Vorgaben, die er zu erfüllen hat. Entsprechend werden diese Vorgaben auch umgesetzt (meistens von externen Beratern empfohlen). - Eine sehr akademische Angelegenheit. - Aber eigentlich ist die Diversifikation doch marginal.
-	Keinen. Die Betrachtungsweise findet leider zu häufig auf der Stufe Objekt statt.
-	Diversifikation spielt immer weniger eine Rolle. - Zum Teil verzichten die Gesellschaften auf gewisse Gebiete wie die Westschweiz wegen der Sprachgrenze oder den rechtlichen Bedingungen. Es sind eigentlich nur noch die grossen Gesellschaften in der Westschweiz. Die kleineren Gesellschaften verzichten auf die Westschweiz. - Die Bewertungen sind stark ausgereizt. Die Diversifikation bringt nicht viel. - Die Agios sind stark gesunken in dem letzten halben Jahr.
-	Diversifikation hat einen grossen Einfluss. Zum Beispiel bei Übernahmen von Gesellschaften werden zum Teil die Portfolios bereinigt. Zum Beispiel hat sich Warteck von vielen Restaurants und Gebäuden in Basel getrennt, um eine bessere Diversifikation zu bekommen.

9	Haben Sie den Eindruck, dass die Kunden die Entwicklung der Preise aus der Vergangenheit in die Zukunft projizieren und dadurch bereit sind, eine Prämie zu bezahlen?
	- Teilweise ja.
	- Ja, kann sein. - Speziell im Eigentums- und Wohnbereich werden frühere Entwicklungen mitberücksichtigt. Es werden durch den Investor Szenarien gerechnet. Der Bewerter bildet dies ab. Dies sind dann aber keine Marktwert-Bewertungen, sondern szenarische Betrachtungen. - Ja, teilweise wird auch auf Basis von szenarischen Betrachtungen eingekauft. Dies kann zu Einwertungsverlusten führen. Die Investoren sehen dies relativ entspannt. - Fonds sind hier jedoch relativ konsistent – vielleicht 1 von 10 kauft auf einer solchen Basis. - Kotierte Aktiengesellschaften jede zweite Transaktion. Versicherungen sind ähnlich. - Anlagestiftungen sind sehr konsequent. Da sie sonst eine Rendite-Verwässerung erfahren. Diese investieren mehr in den Bestand. Zum Teil steuern die Anlagestiftungen den Investitionsdruck auch mit hohen Ausgabekommissionen wie z.B. die Swisscanto. Sie investieren auch regelmässig in Neubauprojekte. - Vor 1-2 Jahren war die Situation nicht so lustig. Die Diskussionen waren hart.
	- Dieses Phänomen sieht man schon. Es gibt immer wieder (vor allem private) Leute, welche die Preisentwicklung aus der Vergangenheit benutzen für die Beurteilung. - Durch die momentan intensivierten Diskussionen um einen Immobilienblase verspürt man eine verstärkte Risikoaversion.
	- Teilweise ja. Heisst nicht, dass der Kunde nicht kompetent wäre, aber es gibt zum Teil eine gewisse Sogwirkung.
10	Welchen Einfluss auf die Entscheidungen der Kunden haben die Transaktionskosten auf Investitionen oder Devestitionen?
	- Transaktionskosten liegen innerhalb der Schätzergenauigkeit (+/-5%) - Szenarien werden diskutiert. Bewerter muss überlegen, ob vertretbar oder nicht. Transaktionskosten direkt werden nicht berücksichtigt. Es werden andere Stell-

	schrauben beim NCF berücksichtigt. - Fondsmanager kaufen trotzdem, auch wenn der Kaufpreis durch die Bewertung nicht gedeckt ist. - Gebühren und Abgaben sind in der Schweiz grundsätzlich nicht so hoch, liegen also im Bereich der Bewertungsschwankungen.
	- Transaktionskosten sollten aus Sicht des Kunden in der Bewertung berücksichtigt sein respektive die Transaktionskosten werden von der Bewertung in Abzug gebracht für die Kaufofferte. Bei Fonds ein wenig vorsichtiger, da diese hohe eigene Honorare haben.
	- Transaktionskosten werden eingerechnet. Grundsätzlich sind sie exklusive, doch eigentlich rechnet sie jeder ein, wenn er kann. - Wir sehen jedoch eine grosse Bandbreite bei den Akquisitionen an Bewertungen. Da ist es dann manchmal schwierig, die Transaktionskosten noch zu berücksichtigen.
	- Der Kunde hat klar die Vorstellung, dass dieser Betrag in der Bewertung mitberücksichtigt wird respektive dieser Betrag durch die Bewertung gedeckt wird. Ist heute aber schwierig.
	- Grundsätzlich ist es eine „Gross Value“ Betrachtung. - Normalerweise werden sie aktiviert und bei einer Folgebewertung abgeschrieben. - Ziel der meisten Investoren ist, die Kosten vom Bewertungsbetrag abzuziehen für eine Angebotsabgabe. Momentan klappt dies jedoch nicht so gut aufgrund der Marktkonditionen.
11	Der Kunde hat eine Liegenschaft mit einer Prämie akquiriert. Wie gehen Sie in der Folgebewertung mit der Situation um? - Wie werden die Transaktionskosten behandelt?
	- Transaktionskosten können einen wesentlichen Einfluss haben, je nach Kanton. Zum Beispiel in Genf bei CHF 200 Mio. hat man rund CHF 6 Mio. Transaktionskosten, was sehr wesentlich sein kann. - Im Hochpreissegment sind sie wesentlich - Meistens werden sie ausgeblendet. Grund dafür ist nicht bekannt. Es macht den Anschein, dass Versicherungen sensibler auf Transaktionskosten reagieren als Fonds. Grund könnte der Cash Flow-Fokus von Versicherungen sein.

	- Grund könnte allenfalls auch ein Agency Konflikt sein, da Akquisiteur einkauft und der Portfoliomanager die Liegenschaft danach im Bestand hält => unterschiedliche Interessen. - Akquisition ist momentan ein Challenge auch wegen den Transaktionskosten. Man erlebt, dass der Kunde eine Bewertung von CHF 52 Mio. will, um CHF 50 Mio. bieten zu können, damit die CHF 2 Mio. Transaktionskosten gedeckt sind. - Die Folgebewertung deckt im Anschluss die CHF 52 Mio. (inkl. Transaktionskosten).
	- Gibt unter Umständen einen Einwertungsverlust. Die Grossen werden dies gut verkraften, da der Verlust bei den Gewinnen untergeht. Die Kleinen sind hier sehr sensibel.
	- In der Folgebewertung gibt es nicht mehr viel Diskussionsspielraum.
	- Gibt einen Einwertungsverlust.
	- Die Diskussionen in der Folgebewertung sind minim.
12	Der Kunde realisiert, dass ein potenzieller Verlust droht: - Nehmen die Kunden mit Ihnen die Diskussionen auf zur Vermeidung von Verlusten? - Wird teilweise Druck auf Sie ausgeübt (Mandatsverlust etc.)? - Werden Gruppenbewertungseffekt (Gewinne heben Verluste auf) allenfalls berücksichtigt? - Wie geht Ihre Gesellschaft mit Druck auf die Bewerter um?
	- Es gibt Situationen, wo der Portfoliomanager ein wenig spät kommt mit potenziellen Abschreibungen. - Manchmal kommt auch der Bewerter auf den Portfoliomanager zu und teilt mit, dass es nun langsam Zeit ist für einen Abschreiber. - Es braucht jeweils 2-3 Jahre, bis sich die Zusammenarbeit zwischen Portfoliomanager und Bewerter eingespielt hat. - Effekte aus Gewinnen und Verlusten werden gegenseitig kompensiert. - Ich würde sagen, dieser Effekt wird schon ausgereizt.
	- Realisierte Verluste werden teilweise in Kauf genommen, wenn die Liegenschaften von der Struktur oder Grösse nicht mehr passt und der Aufwand im Verhältnis zum Ertrag zu klein ist (Beispiel: Übernahme Maag durch SPS => die kleinen Einheiten werden veräussert). In solchen Fällen werden auch Verluste

akzeptiert. Jedoch der heutige Markt ist so, dass man auch diese Liegenschaften noch mit Gewinn oder gerade zu Marktwert veräussern kann. - Grosse Liegenschaften werden nicht mit Verlust verkauft (ca. CHF 100 Mio.). Mit diesen Liegenschaften muss etwas gemacht werden. In 19 von 20 Fällen gibt es eine Umstrukturierung. Diese Liegenschaften sind beim Bewerter besonders auf der „Watch List“. Die Liegenschaft ist trotzdem gut – bekommt aber einen Penalty. - Es gibt vor allem einen Spezialist, der auch zum Teil Liegenschaften „Held for Sale“ plötzlich wieder umklassifiziert. - Es wird eine Nettobetrachtung vorgenommen. Es gibt immer viel Volatilität im Portfolio. Es gibt grosse Aufwertungen sowie auch Abwertungen. Daraus resultiert ein Portfolio-Effekt. Unter dem Strich sieht man gerne eine positive Zahl. Es wird aber auf der Stufe der Liegenschaft diskutiert. Asset Manager haben Ideen, allenfalls liegen Datenirrtümer vor, Fehlern in den Werten etc. - Wenn sie immer und immer wieder Aufwertungen haben, dann kommen die Analysten umgehend und irgendwann ist ihre Aktie dann auf „Sale“ gesetzt. - Es kann aber auch nicht sein, dass eine Gesellschaft ihre Liegenschaften immer 30% bis 40% über dem Marktwert verkauft. Dann muss auch mal über die Bewertung der Bestandesliegenschaften diskutiert werden.
- Die Kunden kommen proaktiv – im guten Sinne. - Mit Mandatsverlust wird nicht gedroht – wir würden in einem solchen Fall das Mandat kündigen. - Der Druck auf das Honorar hat in den letzten Jahren stark zugenommen. Dafür haben wir sehr gute, standardisierte Prozesse eingeführt. Mieterspiegel/Flächenangaben etc. müssen vom Kunden besser aufgearbeitet werden. - Wir verdienen noch mit der Bewertung Geld. Andere nicht mehr – können sie gar nicht bei diesen Honoraren. Diese Gesellschaften verdienen ihr Geld vor allem über Brokerage. Wenn wir kein Geld mehr mit der Bewertung verdienen, dann machen wir auch Brokerage, dann wird es lustig. - Risiko wird dadurch natürlich auch immer grösser. Wir haben bereits vor acht Jahren den Bewertungsserver eingeführt und einen grossen Betrag in die Entwicklung investiert, um die Prozesse zu automatisieren. - Wir erstellen 10'000 Bewertungen pro Jahr (mit 40 Bewertungs-Mitarbeiter).

Eine Initialbewertung braucht rund 12 Stunden (inkl. Review etc.). Der effektive Bewertungsexperte braucht rund 1 ½ Stunden für die effektive Analyse/Werteinschätzung. Eine Folgebewertung darf noch 3-4 Stunden dauern (ohne Besichtigung). Es findet ein automatischer Abgleich des Mieterspiegels etc. statt. Abweichungen werden umgehend ausgewertet und analysiert.
- Niemand hat gerne Verluste (egal ob realisiert oder nicht). - Bei nicht verkaufbaren Liegenschaften ist der Kunde nicht an einer Aufwertung interessiert. Die Situation wird durch den Bewerter genau beobachtet. Eine leer stehende Liegenschaft ist nicht per se schlecht (z.B. im CBD). Die Situation muss beurteilt werden. Grundsätzlich gibt es aber eine Korrektur oder stagniert. - Bei einem Marktumschwung gibt es immer ein „lagging" – auf beide Seiten. Bis der Markt reagiert, dauert es eine Weile. - Durch die geringe Fremdfinanzierung können die Gesellschaften aber eine „Krise" gut aushalten und sollten nicht zu einer Liquidation gezwungen sein. Falls es aber bei einem Gefäss dazu kommt, kann es eine gewisse forcierende Wirkung haben. Dies hat man bei Lehmann gesehen.
- In den letzten Jahren gab es keine Abwertungen. Im Normalfall nicht. - Vielleicht einzelne Liegenschaften, der Effekt ist aber nicht gross. Dies sind Liegenschaften, wo man ein Szenario ohne Leerstand hatte und jetzt gibt es trotzdem Leerstand etc. => kommt zu einer Abwertung. - Aber reine technische Abwertungen gab es nicht. Wäre momentan schwer begründbar. - Spannend wird es, wenn die Zinsen steigen. - Interessant, wann der erste Bewerter den Diskontsatz anhebt. Der Druck der Investoren wird brutal gross werden, wenn der Erste die Diskontsätze anhebt. - Auch die Marktmiete muss gut beobachtet werden. Speziell auch im Wohnungsmarkt ist es nicht mehr so unkritisch, wie vor ein paar Jahren. Die noch nicht ausgeführten Bauvorhaben sind immens. Wenn alle diese Wohnungen auf dem Markt sind, wird es ziemlich sicher zu Korrekturen kommen. - Zum Teil ist auch die „Industrie" am Abwandern. Zum Beispiel die Hedge Funds in Pfäffikon. Die Mietverträge bestehen zwar noch, doch die Liegenschaften respektive die Objekte sind irgendwann leer. Auch die Entwicklung am Finanzplatz Zürich kann eine weitreichende Auswirkung haben auf den Immobi-

	lienmarkt. - Bewertung ist ein Commodity Produkt. Es wird in den kommenden Jahren eine Bereinigung bei den Bewertern geben. Es wird sich nur noch auf ein paar wenige fokussieren. Grund dafür ist, dass die Technologisierung immer mehr Einhalt gewährt. Man muss heute ein effizientes IT-Tool für die Bewertungen haben. - Der Preis für eine Bewertung wird kaum zunehmen. - Eine Initialschätzung dauert rund 16 Stunden. Wichtig ist, dass die Datengrundlage sauber ist. - Bei einem Portfolio dauert die Initialschätzung rund einen Tag. - Dies kommt vom Skaleneffekt. Zudem diskutiert man in einem Portfolio nicht mehr die Details auf der Stufe der Liegenschaft (oder nur bei den Ausreissern), sondern man diskutiert übergeordnet, was weniger Zeit in Anspruch nimmt. Bei einer einzelnen Liegenschaft diskutiert man einzelne Punkte sehr intensiv.
	- Es wird versucht, Verluste zu vermeiden. - Zum Teil werden die Liegenschaften auch länger gehalten – anstelle eines Verkaufes. Bei einer Folgebewertung müsste es zu einer Abwertung kommen, da der Marktwert offensichtlich nicht mehr gedeckt ist. - Die Transaktionen sind schlussendlich entscheidend für die Marktwertbestimmung. - Gleiches Thema bei Liegenschaften „Held for Sale“, welche nicht verkauft werden können. - Der Druck hält sich einigermassen in Grenzen.
13	Haben Sie den Eindruck, dass die Kunden bei einer Einzel- vs. Portfolio-Betrachtung einen potenziellen Verlust unterschiedlich betrachten?
	- Die Portfoliobetrachtung zählt schon sehr stark in der Betrachtung von Verlusten und Gewinnen. Wenn am Schluss noch ein Gewinn unter dem Strich steht, wird weniger intensiv diskutiert.
	- Nein leider nicht. Übergreifendes Potenzial wird leider häufig nicht berücksichtigt. Versicherungen könnten zum Teil noch Hypotheken übernehmen oder eine langfristigere Planung hinnehmen oder einen gewissen Handel betreiben. Der Fokus ist immer noch stark auf „buy and hold“.
	- Portfolio-Betrachtung zählt stark.
14	Haben Sie Kunden, wo Sie „highest and best use“ nach IFRS 13 anwenden?

	- Falls ja, wer erörtert das Potenzial (Sie oder Kunde) - Wie reagiert der Kunde auf neuen Standard?
	- Selber keine Kunden, die IFRS 13 anwenden. - Persönliche Meinung deckt sich stark mit der offiziellen Meinung im Treuhänder-Artikel. - Grundsätzlich dürfte HIBU keinen allzu starken Effekt haben, da die Gesellschaften in der Regel ihr Potenzial ausgeschöpft haben sollten. - Zudem ist es schlussendlich eine Nettobetrachtung. Neben den Mehrerträgen müssen auch die Mehrkosten berücksichtigt werden und die erhöhten Risiken der Liegenschaft müssen im Diskontsatz ebenfalls berücksichtigt werden. Zudem handelt es sich bei dieser Schätzung gemäss SIA um eine Ungenauigkeit von +/-30%. Diese Unsicherheiten müssen mitberücksichtigt werden. - Bewertung reflektiert bei IFRS 13 die Strategie, was eine Bewertung grundsätzlich nicht sollte. - Es wird davon ausgegangen, dass auch der Kunde relativ grossen Druck ausübt, dass der Effekt nicht allzu stark ist.
	- Effekt nicht so gross. Es betrifft hauptsächlich Aktiengesellschaften und diese sind heute bereits wertorientiert unterwegs und haben die Potenziale schon weitgehend ausgenutzt - Die meisten Immobilien Aktiengesellschaften sind noch jung. Das heisst, auch der Immobilienbestand ist noch jung. Daher ist das Aufwertungspotenzial relativ gering. - Zum Teil gibt es Potenzial, welches aber noch nicht ausgenutzt werden kann. Ein Beispiel dazu ist der Zeughauskeller. Es besteht ein langjähriger Mietvertrag. Solange dieser noch Gültigkeit hat, kann das Potenzial nicht ausgeschöpft werden und z.B. Retail gemacht werden. - Bei einer „highest and best use“ Betrachtung müssen auch die Kosten für die Umnutzung berücksichtigt werden. Der Leerstand über die Sanierungszeit etc. Zusätzlich müssen die Risiken im Diskontsatz berücksichtigt werden. - Die ähnliche Thematik besteht bei den Projektentwicklungen zum Fair Value. Sobald der Planungshorizont länger als fünf Jahre ist, wird es schwierig. - Die Zeitschiene ist relevant. Opportunitätskosten müssen berücksichtigt werden sowie die Teuerung der Baukosten.

	- Projektentwicklungsgewinne sind vielleicht noch bei 10% bis 15% und nicht mehr doppelt so hoch wie früher. - „Highest and best use“ ist bei der Bewertung wie Projektentwicklung zu betrachten.
	- Noch nicht allzu grosse Erfahrungswerte. Bei PSP wurden nun erst die Potenziale mit mehr als CHF 5 Mio. ausgewiesen. Man geht jedoch davon aus, dass es unter CHF 100 Mio. ist. Was im Vergleich zum Portfolio sehr gering ist. - Das Potenzial wird durch beide unabhängig ermittelt und es wird verglichen, welche Übereinstimmungen man hat. Zum Teil gibt es auch rechtliche Restriktionen.
	- Auf IFRS 13 respektive „highest and best use“ hat eigentlich keiner gewartet und alle Beteiligten sind nicht so begeistert. Das Potenzial aus HIBU soll lieber etwas gedrückt sein. Der Kunde will nicht, dass es voll ausgeschöpft wird. Hier kommt die Schweizer Mentalität durch und man ist vorsichtig. Gewinne sind gut, wenn man sie realisiert. Zuvor hat man lieber noch ein wenig Spielraum und präsentiert das Resultat, wenn es realisiert hat. - Wichtig ist, dass die Anwendung und die Annahmen von HIBU klar ausgewiesen werden. - Am Anfang hatte ich Bedenken, dass Private Equity Gesellschaften das Potenzial aggressiv ausschöpfen und ans Limit gehen, um einen Exit oder ein „Going Public“ zu forcieren. Ist bis jetzt aber nicht erkennbar. - Die Frage ist auch, was wird FER machen? Werden sie nachziehen?
	- Ich vermute „highest and best use“ hat eine geringe Auswirkung. Es wird zwar gross diskutiert, aber schlussendlich macht es nicht viel aus. - Es gibt nicht so viele Situationen mit einen Potenzial, das auch rechtlich, wirtschaftlich und baulich umgesetzt werden kann. - Die Frage ist noch: Wie wird der Exit Value berechnet? Sind die Transaktionskosten inklusive (für den Verkauf – also in Abzug gebracht)?
	- Es gibt momentan grosse Diskussionen bezüglich „highest and best use“. - Die Auslegung der einzelnen Parameter wird intensiver - Die Investoren haben eigentlich schon lange HIBU angewendet.
15	Wenden Sie „highest and best use“ auch bei anderen Kunden an, welche nicht nach IFRS 13 rapportieren?

	Wer analysiert das Potenzial?
	- Bei einer Immobilien Aktiengesellschaft sind wir die Revisionsgesellschaft. Die Schätzungen mussten plausibilisiert werden. Es gab dabei ein paar Schätzungen, die nicht mehr nachvollziehbar waren und das Red Flag geleuchtet hat. Es fand eine Diskussion statt und man hat sich in der „Mitte“ gefunden. - Bei einem Immobilienfonds hat man schon mal eine Bewertung in einem Transaktionsprozess gesehen, der das Potenzial von STWEG (respektive Teil-STWEG) mitberücksichtigt hat, um so das Potenzial voll auszuschöpfen. Der Ansatz war jedoch fragwürdig, da die Umsetzbarkeit sehr fragwürdig war. Die Bewertung war sehr stark ausgereizt.
	- Es besteht eine gewisse Kognitivität beim Schätzer. Wir machen es so, dass der Bewerter alle drei Jahre gewechselt wird – nicht der Mandatsleiter. - Zum Teil gibt es im Portfolio Systemleichen. Jedes Portfolio hat drei bis fünf solcher Leichen. Nehmen wir das Beispiel A1 beim Hardturm, ein CHF 120 Mio. Objekt. Wenn man zu Beginn drei Jahre Leerstand einplant und nach drei Jahren immer noch Leerstand hat, was macht man dann? Nimmt man nochmals drei Jahre Leerstand, dann hat sich der Wert nicht verändert. Plötzlich kommt man von einer „Mark to Market“ zu einem „Mark to Model“ Bewertung. - Schleichende Abwertungen sind meistens Kognitivitäten ausgesetzt. Durch das Auswechseln der Bewerter kann man dem Gegengewicht geben. Es kommen neue Ansichten und es gibt Diskussionen. Es ist kein Problem bei den Kunden, solange die Qualität stimmt. - Nach drei bis fünf Jahren Abwertungen setzt man sich mit dem Kunden an den Tisch und bespricht, was man nun mit dieser Liegenschaft macht.
	- Ich habe Kunden (Immobilien AG’s) unter Swiss GAAP FER, die nicht kotiert sind (noch nicht), die „highest and best use“ ebenfalls anwenden.
	- Bis jetzt sieht man keine Anzeichen dafür. - Bei Akquisitionen kann es allenfalls ein Vorteil sein, wenn man „highest and best use“ anwenden kann und so vielleicht einen Mitbieter überbieten kann, ohne zwingend einen Einwertungsverlust zu erfahren. - Die Anwendung passt aber nur auf einzelne Liegenschaften und wird nicht so einen grossen Effekt haben, da der Nettoeffekt (inkl. Kosten für Umnutzung) relevant ist.

	- Bis jetzt nicht. Die meisten schauen, was die anderen machen. Eigentlich ist das Potenzial ja bereits in den Agios abgebildet. - Und schlussendlich ist und bleibt es eine Schätzung.
	- Wir haben Swiss GAAP FER Kunden, die nun ein „Screening“ des Potenzials vornehmen und die Auswirkungen wissen wollen. - Die Analyse erfolgt im gegenseitigen Austausch. - Ziel ist, dass dieses Potenzial danach auch umgesetzt wird.
15	Was halten Sie von Rotationen unter den Bewertern?
	- Grundsätzlich gute Idee – so bekommen wir neue Mandate. - Auch sonst eine gute Idee. Ein Mandat rentiert aber erst nach drei bis vier Jahren. Eine jährliche Rotation wäre zu extrem und zudem wäre man nach fünf Jahren wieder beim gleichen Schätzer. - Aus ökonomischer Sicht wäre eine Rotation zwischen sieben/acht bis zehn Jahren okay. Aus Governance Sicht etwa bei fünf bis sieben Jahren. - Es gibt aber auch institutionelle Investoren, die alle fünf Jahre das Mandat ausschreiben, um das Honorar zu drücken. Eigentlich weiss man schon zu Beginn, dass es keinen Wechsel geben wird. - Der Honorardruck hat enorm zugenommen. Es ist enorm wichtig, dass die Prozesse höchstoptimiert sind und alles Monotone und „Förderband“ Arbeit müssen durch „low cost“ Mitarbeiter erledigt werden können. „No brain business“ muss ausgelagert werden. - Nur noch die Bewertungskompetenz Inhouse. - Das Risiko für die Bewerter nimmt dadurch ganz klar zu. Bis jetzt in der Schweiz noch kein Skandal. Wenn der Markt kehrt, wird sich herausstellen, ob das Konzept standhält. - Beispiel DDZ – heute können die Bewertungen beim besten Willen nicht nachvollzogen werden.
	- Rotation finde ich okay. Auf den Mandaten haben wir bereits eine natürliche Rotation durch die Fluktuation. Projektleiter mutieren so alle fünf Jahre (meistens Partner). Die Portfolios der Projektleiter werden gebenchmarked untereinander. Oberstes Ziel ist die Glaubwürdigkeit der Gesellschaft und deren Tätigkeit. Die Partner haben hohe Autonomie innerhalb der Gesellschaft und dadurch ist es wichtig, dass man einen übergeordneten Prozess hat, um sicherzustellen,

	dass es keine allzu starken Ausreisser hat. Es gibt einen Bewertungsausschuss, welcher den Benchmark beurteilt, und mit den Partnern, die Ausreisser haben. Diese Daten sind qualitätsbereinigt.
	- Finde ich nicht so schlecht. Ändert von Zeit zu Zeit die Sichtweise. Die Frage ist, wie rotiert wird. Teilweise gibt es drei Schätzer, die alle ein Drittel des Portfolios schätzen. - Wenn wie beim Fonds die gleiche Liegenschaft zweimal geschätzt werden muss, dann ist es mühsam. Welcher Wert zählt dann, wie findet man sich etc.?
	- Wäre nicht schlecht. - Jedoch bedeutet eine Rotation für den Kunden einen enormen Aufwand. Zusätzlich hat es allenfalls auch einen Einfluss auf die Auditors wegen der Unabhängigkeit. - Heute ist W&P der grösste Anbieter mit rund 70% bis 75% vom Markt. Danach kommen KPMG und JLL und dann noch EY und PWC. - Jedoch sind die Grundlagen, auf welchen die Bewertungen beruhen, immer in etwa die gleichen. Grundsätzlich gibt es einen Datenpool von W&P und IAZI. Neu kommt noch Fahrländer. Am Schluss sind die Daten praktisch gleich. Also, wo bleibt da noch der Mehrwert aus einer Rotation? - Stiftungen haben nun begonnen mit unterjährigen Schätzungen wegen den Destinatären, damit diese bei einem Verkauf der Anteile die aktuellen Entwicklungen mitnehmen können.
	- Es ist fraglich, ob es einen Mehrwert bringt. - Die Fluktuation innerhalb der Teams sorgt bereits dafür. Es findet jedoch keine gezielte Rotation statt.
16	Beobachten Sie, dass Liegenschaften mit einem stetigen Verlust tendenziell zu lange gehalten werden?
	- Abwertung muss nicht schlecht sein. Es kann eine andere Strategie dahinterstehen, wie die Abbruchbewirtschaftung und dann neuer Bau etc. Zum Teil sind sie vielleicht auch overrented oder die Investitionen kommen immer näher. - Man kann jedoch nicht nur die Wertänderung anschauen, sondern man muss den Total Return betrachten. Die NCF-Rendite hat ein sehr starkes Gewicht. Z.B. Intershop hat einen Fokus auf den ROE (ca. 8%). Die Bewertungen sind konservativ. Der Marktwert bewegt sich immer in einer Bandbreite. Intershop ist sicher-

	lich am unteren Ende der Bandbreite. Dies wird durch die Kunden zum Teil ausgenutzt. Jedoch die Bandbreite wird nicht vollausgenutzt. Es ist kein Wunschkonzert. Wenn der Case nicht mehr plausibel ist, dann ist fertig. Man entscheidet sich für eine Flughöhe und auf dieser bewegt man sich. Daher kommen auch die unterschiedlichen Höhen der Agios. Die Analysten kennen die Gesellschaften sehr gut.
17	Sind die Bewertungen unterschiedlich für die drei Anlagegefässe?
	- Ja. Anlagestiftung sicherlich am konservativsten. Dann kommen die Immobilienfonds und die Immobilien AG's. Die Bewertung hat den gleichen Stellenwert, jedoch bei den AG's noch mehr strategische Komponenten, die einen Einfluss auf den Entscheid haben. - Die Bandbreiten werden ausgenutzt. - Der Schätzer ist nicht in der Haftung. Dadurch wird die Mikroebene nicht so detailliert analysiert. Kann man gar nicht bei diesen Preisen. Die Haftung geht auf den Prüfer über. Aber bei Prüfungen wird dies nicht speziell mehr berücksichtigt. Wird mit dem Portfolioeffekt wieder aufgefangen. - Eine Due Diligence Schätzung dauert viel länger und ist viel Teurer. Zum Beispiel sind in England die Schätzungen rund zehnmal so teuer.
18	Wie sieht die Honorarentwicklung bei den Bewertern aus?
	- Schlechte Entwicklung - Führt dazu, dass die Effizienzsteigerung immer höher werden muss. - Die Margen werden tiefer - Die grossen Gesellschaften haben einen Vorteil, dass sie die hohen Investitionskosten gut absorbieren können. - Eine Erstbewertung für eine Liegenschaft mit Besichtigung liegt bei rund einem Tag. - Die verwendeten Daten sind: W&P Benchmark, Immo Cockpit, REIDA, Fahrländer etc.
	- Der Markt ist kompetitiv. - Es braucht eine gute Organisation und einen guten Brand. - Wir haben eine gewisse Honorarvorstellung und benötigen dieses Honorar auch, um kostendeckend zu sein. - Lokale können eher unten reingehen.

- Zum Teil gibt es auch Ausschreibungen, um den Preis zu drücken.
- Wechsel aber an und für sich nicht so gross und auch nicht so viele Ausschreibungen.
- Eine Erstbewertung dauert rund ein bis zwei Tage je nach Lage und Grösse.

Anhang 3: Datenanalyse Immobilien Aktiengesellschaften

SPS Swiss Prime Site		2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
						3)					
Realisierte Gewinne in TCHF		8'528	79'870	5'891	1'218						
Realisierte Verluste in TCHF	4)	19	2'325	6'708	1'237						
Netto realisierter Erfolg in TCHF		8'509	77'545	-817	-19	2'218	151	509	4'087	423	725
Volumen verkaufte Liegenschaften in TCHF		33'460	238'860	339'386	155'368	49'470	28'182	38'181	57'422	4'700	14'500
Nicht realisierte Gewinne in TCHF		281'530	316'496	198'193	89'919	70'616	141'333	58'321	31'706	13'627	17'016
Nicht realisierte Verluste in TCHF		94'277	138'386	111'796	35'978	28'364	12'886	24'748	26'467	12'427	10'412
Netto nicht realisierter Erfolg in TCHF		187'253	178'110	86'397	53'941	42'252	128'447	33'573	5'239	1'200	6'604
Netto nicht realisierter Erfolg in % des Anlagevermögens		2.26%	2.28%	1.12%	0.71%	1.17%	3.49%	0.97%	0.16%	0.04%	0.30%
Anlagevermögen in TCHF		8'267'465	7'824'187	7'739'861	7'642'891	3'600'526	3'684'330	3'467'845	3'310'630	3'272'486	2'232'940

PSP		2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
									1)		
Realisierte Gewinne in TCHF		200	4'200	2'700	12'100	8'500	4'100	6'800			
Realisierte Verluste in TCHF	4)	100	0	0	1'200	300	300	0			
Netto realisierter Erfolg in TCHF		100	4'200	2'700	10'900	8'200	3'800	6'800			
Volumen verkaufte Liegenschaften in TCHF		67'850	63'772	29'635	141'940	83'422	50'078	53'749			
Nicht realisierte Gewinne in TCHF		297'700	341'800	209'600	130'000	149'500	217'800	163'600			
Nicht realisierte Verluste in TCHF		33'400	21'000	39'800	17'600	32'100	11'200	38'200			
Netto nicht realisierter Erfolg in TCHF		264'300	320'800	169'800	112'400	117'400	206'600	125'400			
Netto nicht realisierter Erfolg in % des Anlagevermögens		4.21%	5.38%	3.08%	2.16%	2.28%	4.13%	2.64%			
Anlagevermögen in TCHF		6'282'527	5'958'470	5'518'321	5'215'642	5'148'672	5'000'785	4'757'167			

Allreal		2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Realisierte Gewinne in TCHF		400	800	2'200	6'500	2'100	600	6'700	0	600	2'900
Realisierte Verluste in TCHF	4)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Netto realisierter Erfolg in TCHF		400	800	2'200	6'500	2'100	600	6'700	0	600	2'900
Volumen verkaufte Liegenschaften in TCHF		8'000	95'000	56'900	67'300	26'700	3'900	51'700	0	11'700	19'600
Nicht realisierte Gewinne in TCHF		48'600	69'500	30'400	48'700	36'700	44'100	39'900	38'200	12'000	29'800
Nicht realisierte Verluste in TCHF		56'800	24'800	16'900	42'200	19'500	18'300	23'900	34'200	26'200	30'000
Netto nicht realisierter Erfolg in TCHF		-8'200	44'700	13'500	6'500	17'200	25'800	16'000	4'000	-14'200	-200
Netto nicht realisierter Erfolg in % des Anlagevermögens		-0.26%	1.51%	0.52%	0.26%	0.80%	1.27%	0.84%	0.22%	-0.90%	-0.01%
Anlagevermögen in TCHF		3'159'000	2'951'000	2'619'300	2'519'100	2'162'300	2'031'300	1'898'000	1'834'300	1'577'800	1'420'100

Mobimo		2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Realisierte Gewinne in TCHF			2'484	5'437	1'690	2'007	3'934	4'913		427	185
Realisierte Verluste in TCHF	4)	124	0	0	0	0	0	0	87	0	0
Netto realisierter Erfolg in TCHF		-124	2'484	5'437	1'690	2'007	3'934	4'913	-87	427	185
Volumen verkaufte Liegenschaften in TCHF		256	75'032	110'180	37'954	20'263	30'010	45'257	20'251	22'358	32'348
Nicht realisierte Gewinne in TCHF		53'934	54'330	39'727	19'072	16'738	24'822	24'559	23'940	29'563	1'961
Nicht realisierte Verluste in TCHF		17'045	13'136	10'596	9'753	7'773	6'981	5'710	8'200	13'347	15'565
Netto nicht realisierter Erfolg in TCHF		36'889	41'194	29'131	9'319	8'965	17'841	18'849	15'740	16'216	-13'604
Netto nicht realisierter Erfolg in % des Anlagevermögens		1.85%	2.24%	1.70%	0.58%	0.83%	1.74%	2.06%	2.10%	2.59%	-2.60%
Anlagevermögen in TCHF		1'991'918	1'835'558	1'708'668	1'605'598	1'082'812	1'025'327	916'830	749'085	626'195	522'842

Intershop		2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
							2)				
Realisierte Gewinne in TCHF		6'599	11'383	1'342	7'415	5'589	11'548				
Realisierte Verluste in TCHF	4)	0	0	0	0	0	0				
Netto realisierter Erfolg in TCHF		6'599	11'383	1'342	7'415	5'589	11'548				
Volumen verkaufte Liegenschaften in TCHF		22'145	28'668	9'870	70'292	30'054	49'880				
Nicht realisierte Gewinne in TCHF		12'639	12'610	11'531	17'273	17'987	21'778				
Nicht realisierte Verluste in TCHF		5'647	3'954	7'007	11'062	14'100	7'999				
Netto nicht realisierter Erfolg in TCHF		6'992	8'656	4'524	6'211	3'887	13'779				
Netto nicht realisierter Erfolg in % des Anlagevermögens		0.62%	0.77%	0.40%	0.55%	0.34%	1.26%				
Anlagevermögen in TCHF		1'126'572	1'117'047	1'135'080	1'128'410	1'140'730	1'097'200				

Total	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Realisierte Gewinne in TCHF	15'727	98'737	17'570	28'923	20'414	20'333	18'922	4'087	1'450	3'810
Realisierte Gewinne in % vom verkauften Anlagevolumen	11.94%	19.69%	3.22%	6.12%	9.73%	12.55%	10.02%	5.26%	3.74%	5.73%
Realisierte Verluste in TCHF	243	2'325	6'708	2'437	300	300	0	87	0	0
Realisierte Verluste in % vom verkauften Anlagevolumen	0.18%	0.46%	1.23%	0.52%	0.14%	0.19%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Volumen verkaufte Liegenschaften in TCHF	131'711	501'332	545'971	472'854	209'909	162'050	188'887	77'673	38'758	66'448
Nicht realisierte Gewinne in TCHF	694'403	794'736	489'451	304'964	291'541	449'833	286'380	93'846	55'190	48'777
Nicht realisierte Gewinne in % vom Anlagevolumen	3.33%	4.04%	2.61%	1.68%	2.22%	3.50%	2.59%	1.59%	1.01%	1.17%
Nicht realisierte Verluste in TCHF	207'169	201'276	186'099	116'593	101'837	57'366	92'558	68'867	51'974	55'977
Nicht realisierte Verluste in % vom Anlagevolumen	0.99%	1.02%	0.99%	0.64%	0.78%	0.45%	0.84%	1.17%	0.95%	1.34%
Netto nicht realisierter Erfolg in TCHF	487'234	593'460	303'352	188'371	189'704	392'467	193'822	24'979	3'216	-7'200
Netto nicht realisierter Erfolg in % des Anlagevermögens	2.34%	3.01%	1.62%	1.04%	1.44%	3.06%	1.76%	0.42%	0.06%	-0.17%
Anlagevermögen in TCHF	20'827'482	19'686'262	18'721'230	18'111'641	13'135'040	12'838'942	11'039'842	5'894'015	5'476'481	4'175'882

IPD Büro	1.77%	2.68%	1.27%	0.48%	1.13%	2.39%	0.87%	-0.10%	-0.07%	-0.69%

1) Daten erst ab 2006 verfügbar
2) Daten erst ab 2007 verfügbar
3) Vor dem Jahr 2008 erfolgte ein Nettoausweis
4) Zum Teil werden in den Geschäftsberichten keine realisierten Verluste ausgewiesen. Aufgrund der Rechnungslegungsanforderungen wird davon ausgegangen, dass entweder keine Verluste entstanden sind oder dass sie unwesentlich waren und mit den Gewinnen netto ausgewiesen wurden.

Anhang 4: Datenanalyse Immobilienfonds

UBS Sima	**2012**	**2011**	**2010**	**2009**	**2008**	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**
Realisierte Gewinne/Verluste in CHF	3'277'027	11'212'951	3'483'706	-1'594'685	10'506'497	-18'078'529	-19'462'620	9'159'434	7'757'505	-13'499'789
Realisierte Gewinne/Verluste in % der verkauften Liegenschaften	19.72%	22.52%	4.83%	-12.53%	138.61%	-58.89%	-29.70%	29.92%	8.44%	-
Volumen verkaufte Liegenschaften in CHF	16'614'000	49'787'000	72'134'000	12'729'000	7'580'000	30'700'000	65'520'000	30'610'000	91'954'500	24'830'000
Nicht realisierte Gewinne/Verluste in CHF	75'625'610	122'746'582	51'432'979	15'881'499	8'079'734	81'308'731	15'653'446	32'042'838	68'382'470	29'723'360
Nicht realisierte Gewinne/Verluste in % des Anlagevermögens	1.13%	1.94%	0.90%	0.29%	0.16%	1.72%	0.34%	0.72%	1.60%	0.71%
Anlagevermögen in CHF	6'682'247'922	6'343'399'249	5'695'087'767	5'508'183'665	5'149'998'569	4'719'090'252	4'538'884'303	4'436'157'938	4'285'569'892	4'178'876'067
				1)					3)	

UBS Anfos	**2012/2013**	**2011/2012**	**2010/2011**	**2009/2010**	**2008/2009**	**2007/2008**	**2006/2007**	**2005/2006**	**2004/2005**	**2003/2004**
Realisierte Gewinne/Verluste in CHF		7'204'792	107'335	5'556'569	-669'269	4'522'115	1'169'809	809'199	101'636	200'206
Realisierte Gewinne/Verluste in % der verkauften Liegenschaften		37.13%		34.40%	-4.03%	20.86%	31.96%	26.88%	-	-
Volumen verkaufte Liegenschaften in CHF		19'404'000	0	16'154'000	16'590'000	21'680'000	3'660'000	3'010'000	0	0
Nicht realisierte Gewinne/Verluste in CHF		17'120'962	7'655'290	1'524'028	10'369'911	31'183'478	-942'675	-3'609'903	7'808'331	3'173'282
Nicht realisierte Gewinne/Verluste in % des Anlagevermögens		0.91%	0.42%	0.09%	0.64%	2.00%	-0.06%	-0.27%	0.63%	0.27%
Anlagevermögen in CHF		1'873'205'947	1'809'647'925	1'637'028'738	1'607'811'880	1'562'460'353	1'455'454'348	1'359'052'848	1'237'807'400	1'193'886'900
	4)									

Credit Suisse SIAT	**2012**	**2011**	**2010**	**2009**	**2008**	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**
Realisierte Gewinne/Verluste in CHF	3'028'000	1'828'765	367'451	-1'008'773	3'380'113	1'828'765	-297'368	-2'386'338	-159'241	-1'074'773
Realisierte Gewinne/Verluste in % der verkauften Liegenschaften	10.66%	5.84%	3.64%	-6.55%	2.46%	5.95%	-1.04%	-7.16%	-1.04%	-4.83%
Volumen verkaufte Liegenschaften in CHF	28'403'000	31'325'000	10'090'000	15'400'000	137'400'000	30'754'000	28'559'000	33'346'000	15'328'000	22'233'000
Nicht realisierte Gewinne/Verluste in CHF	38'077'149	30'102'378	16'873'836	9'499'922	21'449'325	30'102'378	19'495'805	9'007'846	-5'426'176	3'472'596
Nicht realisierte Gewinne/Verluste in % des Anlagevermögens	1.70%	1.39%	0.80%	0.47%	1.13%	1.39%	1.03%	0.49%	-0.31%	0.21%
Anlagevermögen in CHF	2'237'576'100	2'169'384'700	2'100'966'000	2'021'933'100	1'898'093'100	2'169'384'700	1'898'755'100	1'851'734'900	1'775'687'000	1'623'832'800

Credit Suisse Immo PK	**2012**	**2011**	**2010**	**2009**	**2008**	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**
Realisierte Gewinne/Verluste in CHF	3'417'047	7'935'793	4'898'798	1'604'009	12'093'856	5'129'422	897'993	0	94'017	0
Realisierte Gewinne/Verluste in % der verkauften Liegenschaften	5.47%	5.28%	8.47%	3.14%	7.10%	3.78%	7.94%	0.00%	2.36%	0.00%
Volumen verkaufte Liegenschaften in CHF 2)	62'506'000	150'341'900	57'845'000	51'020'000	170'237'000	135'850'000	11'312'000	0	3'987'000	0
Nicht realisierte Gewinne/Verluste in CHF	15'154'335	43'346'081	33'980'317	-4'327'458	17'466'056	59'469'221	13'776'563	-1'421'267	-5'014'790	-13'048'538
Nicht realisierte Gewinne/Verluste in % des Anlagevermögens	0.49%	1.40%	1.06%	-0.13%	0.55%	1.94%	0.45%	-0.05%	-0.19%	-0.55%
Anlagevermögen in CHF	3'121'549'000	3'103'094'000	3'198'729'900	3'220'356'300	3'164'252'200	3'068'786'700	3'053'255'000	2'816'777'800	2'702'496'000	2'366'191'300

Total	**2012**	**2011**	**2010**	**2009**	**2008**	**2007**	**2006**	**2005**	**2004**	**2003**
Realisierte Gewinne in CHF	9'722'074	28'182'301	8'857'290	7'160'578	25'980'466	11'480'303	2'067'802	9'968'633	7'953'158	200'206
Realisierte Gewinne in % der verkauften Liegenschaften	9.04%	11.23%	6.32%	7.51%	7.83%	5.24%	1.90%	14.89%	7.15%	0.43%
Realisierte Verluste in CHF	0	0	0	-2'603'457	-669'269	-18'078'529	-19'759'988	-2'386'338	-159'241	-1'074'773
Realisierte Verluste in % vom verkauften Anlagevolumen	0.00%	0.00%	0.00%	-2.73%	-0.20%	-8.26%	0.00%	0.00%	0.00%	-2.28%
Realisierte Gewinne/Verluste in CHF	9'722'074	28'182'301	8'857'290	4'557'120	25'311'197	-6'598'226	-17'692'186	7'582'295	7'793'917	-874'567
Realisierte Gewinne/Verluste in % vom verkauften Anlagevolumen	9.04%	11.23%	6.32%	4.78%	7.63%	-3.01%	-16.22%	11.32%	7.00%	-1.86%
Volumen verkaufte Liegenschaften in CHF	107'523'000	250'857'900	140'069'000	95'303'000	331'807'000	218'984'000	109'051'000	66'966'000	111'269'500	47'063'000
Nicht realisierte Gewinne/Verluste in CHF	128'857'094	213'316'003	109'942'422	22'577'990	57'365'026	202'063'808	47'983'139	36'019'514	65'749'835	23'320'700
Nicht realisierte Gewinne/Verluste in % des Anlagevolumens	1.07%	1.58%	0.86%	0.18%	0.49%	1.75%	0.44%	0.34%	0.66%	0.25%
Anlagevermögen in CHF	12'041'373'022	13'489'083'896	12'804'431'592	12'387'501'803	11'820'155'749	11'519'722'005	10'946'348'750	10'463'723'486	10'001'560'291	9'362'787'067

IPD Büro	1.77%	2.68%	1.27%	0.48%	1.13%	2.39%	0.87%	-0.10%	-0.07%	-0.69%
IPD Wohnen	2.58%	3.17%	1.27%	0.62%	1.21%	1.21%	0.59%	0.35%	0.20%	-0.38%

1) Nicht nachvollziehbar woher Gewinn kommt - allenfalls STWEG

2) Landabtretungen nicht berücksichtigt

3) Nur Halbjahresbericht vorhanden, daher keine Auswertung der Verkäufe (nicht alle Daten vorhanden)

4) Daten noch nicht publiziert

Anhang 5: Liegenschaftenverkäufe von zwei Immobilien AG‘s 2003-2012 (in CHF)

Liegenschaft	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	Winner	Looser
Liegenschaft 1								2'754'000.00	2'802'000.00			2'754'000.00
								98.22%	99.93%			
Liegenschaft 2								4'170'000.00	4'139'000.00		4'170'000.00	
								100.68%	99.93%			
Liegenschaft 3						9'988'000.00	9'597'000.00	9'912'000.00	9'975'000.00	10'340'000.00		9'988'000.00
						96.60%	92.81%	95.86%	96.47%	100.00%		
Liegenschaft 4								1'620'000.00	1'569'000.00		1'620'000.00	
								103.18%	99.93%			
Liegenschaft 5							2'289'000.00	2'184'000.00	2'250'000.00		2'289'000.00	
							101.80%	97.00%	99.93%			
Liegenschaft 6					8'423'000.00	8'113'000.00	8'188'000.00	8'412'000.00	8'544'000.00			8'423'000.00
					98.63%	94.81%	95.72%	98.39%	99.93%			
Liegenschaft 7							2'019'000.00	1'896'000.00	1'882'000.00		2'019'000.00	
							107.16%	100.67%	99.93%			
Liegenschaft 8								1'751'000.00	1'715'000.00		1'751'000.00	
								102.03%	99.93%			
Liegenschaft 9								2'008'000.00	2'264'000.00			2'008'000.00
								88.62%	99.93%			
Liegenschaft 10					6'803'000.00	6'518'000.00	6'163'000.00	6'093'000.00	6'001'000.00		6'803'000.00	
					112.75%	108.37%	102.61%	101.46%	99.93%			
Liegenschaft 11							3'892'000.00	3'856'000.00	3'828'000.00		3'892'000.00	
							101.60%	100.66%	99.93%			
Liegenschaft 12								1'900'000.00	1'900'000.00		1'900'000.00	
								99.93%	99.93%			
Liegenschaft 13							4'529'000.00	5'144'000.00	5'174'000.00			4'529'000.00
							87.40%	99.35%	99.93%			
Liegenschaft 14								2'061'000.00	2'088'000.00			2'061'000.00
								98.64%	99.93%			
Liegenschaft 15				36'470'000.00	36'210'000.00	35'930'000.00	34'320'000.00	33'420'000.00	33'960'000.00	34'160'000.00	36'470'000.00	
				106.76%	106.00%	105.18%	100.47%	97.83%	99.41%	100.00%		
Liegenschaft 16				3'668'000.00	3'659'000.00	3'733'000.00	3'717'000.00	3'439'000.00	3'450'000.00	3'450'000.00	3'668'000.00	
				106.32%	106.06%	108.20%	107.74%	99.68%	100.00%	100.00%		
Liegenschaft 17				4'134'000.00	4'102'000.00	4'044'000.00	3'967'000.00	3'958'000.00	3'312'000.00	3'328'000.00	4'134'000.00	
				124.22%	123.26%	121.51%	119.20%	118.93%	99.52%	100.00%		
Liegenschaft 18								9'104'000.00	9'041'000.00		9'104'000.00	
								100.63%	99.93%			
Liegenschaft 19					101'580'000.00	99'850'000.00	98'560'000.00	95'080'000.00	94'380'000.00	95'300'000.00	101'580'000.00	
					106.59%	104.77%	103.42%	99.77%	99.03%	100.00%		
Liegenschaft 20							3'309'000.00	3'159'000.00	3'099'000.00		3'309'000.00	
							106.62%	101.87%	99.93%			
Liegenschaft 21				10'140'000.00	10'120'000.00	10'010'000.00	9'245'000.00	8'931'000.00	9'046'000.00	9'014'000.00	10'140'000.00	
				112.49%	112.27%	111.05%	102.56%	99.08%	100.36%	100.00%		
Liegenschaft 22								4'330'000.00	3'927'000.00		4'330'000.00	
								110.19%	99.93%			
Liegenschaft 23					4'263'000.00	4'462'000.00	4'739'000.00	4'787'000.00	5'073'000.00			4'263'000.00
					82.99%	87.45%	93.29%	94.29%	99.93%			
Liegenschaft 24			972'900.00	1'356'000.00								972'900.00
			76.45%	104.70%								
Liegenschaft 25			9'947'000.00	9'875'000.00	9'759'000.00	10'110'000.00	10'030'000.00	10'390'000.00	11'030'000.00	11'170'000.00		9'947'000.00
			89.05%	88.41%	87.37%	90.51%	89.79%	93.02%	98.75%	100.00%		
Liegenschaft 26			11'180'000.00	11'430'000.00	11'910'000.00	12'700'000.00	12'710'000.00	15'180'000.00	15'250'000.00			11'180'000.00
			70.68%	72.87%	76.90%	83.12%	83.20%	99.47%	99.93%			
Liegenschaft 27		8'500'000.00	6'840'000.00	8'259'000.00	8'212'000.00	7'918'000.00	7'433'000.00	7'240'000.00	6'916'000.00	6'900'000.00	8'500'000.00	
		123.19%	99.13%	119.70%	119.01%	114.75%	107.72%	104.93%	100.23%	100.00%		
Liegenschaft 28					6'014'000.00	5'935'000.00	5'297'000.00	5'151'000.00	5'177'000.00		6'014'000.00	
					115.64%	114.31%	102.26%	99.43%	99.93%			
Liegenschaft 29				29'480'000.00	29'270'000.00	28'910'000.00	28'500'000.00	27'050'000.00	28'480'000.00	28'960'000.00		29'480'000.00
				101.80%	101.07%	99.83%	98.41%	93.40%	98.34%	100.00%		
Liegenschaft 30			144'340'000.00	138'510'000.00	140'420'000.00	136'850'000.00	135'510'000.00	135'860'000.00	138'240'000.00	134'970'000.00	144'340'000.00	
			106.94%	102.62%	104.04%	101.39%	100.40%	100.66%	102.42%	100.00%		
Liegenschaft 31			43'400'000.00	42'730'000.00	42'720'000.00	41'580'000.00	40'580'000.00	38'820'000.00	38'430'000.00	38'020'000.00	43'400'000.00	
			114.15%	112.39%	112.36%	109.36%	106.73%	102.10%	101.08%	100.00%		
Liegenschaft 32			3'454'000.00	3'788'000.00	3'860'000.00	3'905'000.00	4'288'000.00	5'319'300.00	5'326'000.00	5'266'000.00		3'454'000.00
			65.59%	71.93%	73.30%	74.15%	81.43%	101.01%	101.14%	100.00%		
Liegenschaft 33								2'777'000.00	2'887'000.00	2'973'000.00		2'777'000.00
								93.41%	97.11%	100.00%		
Liegenschaft 34						1'190'000.00	1'187'000.00	1'218'000.00	1'355'000.00	1'530'000.00		1'190'000.00
						77.78%	77.58%	79.61%	88.56%	100.00%		
Liegenschaft 35						1'828'000.00	1'946'000.00	1'829'000.00	1'862'000.00	1'805'000.00		1'828'000.00
						101.27%	107.81%	101.33%	103.16%	100.00%		
Liegenschaft 36						1'811'000.00	1'665'000.00	1'665'000.00			1'811'000.00	
						108.60%	99.83%	99.83%				
Liegenschaft 37			2'035'000.00	1'999'000.00								2'035'000.00
			106.50%	104.70%								
Liegenschaft 38					9'123'000.00	9'220'000.00	8'864'000.00	8'474'000.00	8'053'000.00		9'123'000.00	
					112.72%	113.78%	109.76%	105.16%	99.93%			
Liegenschaft 39			4'051'000.00	4'112'000.00								4'051'000.00
			103.21%	104.70%								
Liegenschaft 40								1'000'000.00	1'006'000.00			1'000'000.00
								99.33%	99.93%			
Liegenschaft 41					17'280'000.00	17'060'000.00	16'340'000.00	15'890'000.00	15'740'000.00		17'280'000.00	
					109.41%	108.12%	103.72%	100.88%	99.93%			
Liegenschaft 42				34'400'000.00	34'000'000.00	33'590'000.00	31'190'000.00	30'770'000.00	30'810'000.00		34'400'000.00	
				111.26%	110.08%	108.86%	101.17%	99.80%	99.93%			
Liegenschaft 43				10'300'000.00	10'030'000.00	11'600'000.00	13'440'000.00	13'580'000.00	13'520'000.00			10'300'000.00
				74.81%	72.12%	85.65%	99.34%	100.37%	99.93%			
Liegenschaft 44								2'861'000.00	2'573'000.00		2'861'000.00	
								111.12%	99.93%			
Liegenschaft 45			12'650'000.00	10'930'000.00	10'890'000.00	10'720'000.00	10'070'000.00	9'834'000.00	10'050'000.00		12'650'000.00	
			124.33%	108.59%	108.22%	106.64%	100.18%	97.78%	99.93%			
Liegenschaft 46				6'049'000.00	5'969'000.00	5'735'000.00	5'109'000.00	6'023'000.00	8'056'000.00			6'049'000.00
				77.19%	75.85%	71.77%	59.52%	74.69%	99.93%			
Liegenschaft 47				28'310'000.00	28'300'000.00	28'170'000.00	25'930'000.00	25'500'000.00	25'340'000.00	25'450'000.00	28'310'000.00	
				111.24%	111.20%	110.69%	101.89%	100.20%	99.93%	100.00%		
Liegenschaft 48					11'600	11'540	10'830	10'340	10'160		11'600'000	
					113.52%	113.00%	106.44%	101.70%	99.93%			
Liegenschaft 49					14'740	14'510	14'220	13'510	13'750		14'740'000	
					107.06%	105.48%	103.44%	98.19%	99.93%			
Liegenschaft 50					5'568	5'576	5'607	5'581	5'636			5'568'000
					98.72%	98.87%	99.42%	98.95%	99.93%			
Liegenschaft 51					26'490	26'700	26'060					26'490'000
					102.37%	103.16%	100.70%					

Liegenschaft	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003		Winner	Looser
Liegenschaft 52				13'140	12'770	12'470	12'160					13'140'000	
				108.55%	105.66%	103.25%	100.70%						
Liegenschaft 53								7'212	7'309				7'212'000
								98.60%	99.93%				
Liegenschaft 54				14'190	14'380	14'430	13'610	13'500	13'520			14'190'000	
				104.95%	106.28%	106.62%	100.60%	99.78%	99.93%				
Liegenschaft 55			13'500	13'090	13'000							13'500'000	
			108.04%	104.91%	104.22%								
Liegenschaft 56			9'778	9'219	9'088							9'778'000	
			111.72%	105.66%	104.22%								
Liegenschaft 57						4'313	4'278	4'131				4'313'000	
						104.21%	103.39%	99.83%					
Liegenschaft 58			7'839	7'864									7'839'000
			104.38%	104.70%									
Liegenschaft 59			11'040	11'190	11'110	11'220	11'180	11'000					11'040'000
			100.22%	101.56%	100.84%	101.82%	101.47%	99.83%					
Liegenschaft 60					6'941	7'008	7'035	7'034	6'996				6'941'000
					99.15%	100.10%	100.49%	100.47%	99.93%				
Liegenschaft 61				25'540	23'970	21'960	18'640					25'540'000	
				134.21%	127.66%	118.51%	100.70%						
Liegenschaft 62			27'650	28'140	28'590	29'380	29'990	30'070					27'650'000
			91.53%	93.27%	94.84%	97.53%	99.56%	99.83%					
Liegenschaft 63				13'920	13'720	13'390	13'010	12'230	12'090			13'920'000	
				114.31%	112.85%	110.39%	107.47%	101.09%	99.93%				
Liegenschaft 64								4'179	4'225				4'179'000
								98.84%	99.93%				
Liegenschaft 65			1'126	1'126									1'126'000
			104.70%	104.70%									
Liegenschaft 66			6'261	6'267									6'261'000
			104.60%	104.70%									
Liegenschaft 67				6'814	6'910	7'114	7'455	7'490					6'814'000
				90.53%	91.92%	94.79%	99.36%	99.83%					
Liegenschaft 68					3'596	3'581	3'599	3'590					3'596'000
					100.00%	99.58%	100.08%	99.83%					
Liegenschaft 69						3'475	3'477	3'386					3'475'000
						102.46%	102.52%	99.83%					
Liegenschaft 70						3'577	3'466	3'330	3'191			3'577'000	
						111.57%	108.37%	104.29%	99.93%				
Liegenschaft 71							13'690	13'000	13'480			13'690'000	
							101.68%	96.37%	99.93%				
Liegenschaft 72								5'873	5'962				5'873'000
								98.44%	99.93%				
Liegenschaft 73				5'840	5'925	5'859	5'938	5'945	6'113				5'840'000
				95.43%	96.86%	95.73%	97.06%	97.18%	99.93%				
Liegenschaft 74						2'490	2'484						
Liegenschaft 75					5'796	5'814	5'676	5'343	5'496			5'796'000	
					105.50%	105.81%	103.38%	97.15%	99.93%				
Liegenschaft 76						8'586	8'194	8'019				8'586'000	
						106.80%	102.01%	99.83%					
Liegenschaft 77							5'631	5'372	4'757			5'631'000	
							117.68%	112.86%	99.93%				
Liegenschaft 78								1'491	1'500				1'491'000
								99.33%	99.93%				
Liegenschaft 79		18'380	18'380	18'620	18'710	18'390							18'380'000
		103.06%	103.06%	104.35%	104.83%	103.09%							
Liegenschaft 80							13'740	13'550	13'640				13'740'000
							100.67%	99.27%	99.93%				
											Total	**663'869'000.00**	**281'804'900.00**
											Total in Prozent	**70.20%**	**29.80%**
											Anzahl Liegens.	**41**	**39**

IPD Office	**1.77%**	**2.68%**	**1.27%**	**0.48%**	**1.13%**	**2.39%**	**0.87%**	**-0.10%**	**-0.07%**	**-0.69%**
IPD Office indexiert	**110.42%**	**108.65%**	**105.97%**	**104.70%**	**104.22%**	**103.09%**	**100.70%**	**99.83%**	**99.93%**	**100%**

Anhang 6: Liegenschaftenverkäufe von zwei Immobilienfonds 2003-2012 (in CHF)

Liegenschaft	Gestehungskosten	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Liegenschaft 1	2'106'000.00			1'716'000.00	1'700'000.00	1'700'000.00	1'720'000.00	1'740'000.00	1'830'000.00	1'830'000.00	2'058'000.00
				83.38%	82.60%	82.60%	83.58%	84.55%	88.92%	88.92%	100.00%
Liegenschaft 2	1'130'000.00									2'550'000.00	2'554'000.00
										99.84%	100.00%
Liegenschaft 3	5'442'000.00									5'400'000.00	5'297'000.00
										101.94%	100.00%
Liegenschaft 4	924'000.00					1'640'000.00	1'660'000.00	1'660'000.00	1'660'000.00	1'670'000.00	1'696'000.00
						96.70%	97.88%	97.88%	97.88%	98.47%	100.00%
Liegenschaft 5	3'075'000.00									5'530'000.00	5'585'000.00
										99.02%	100.00%
Liegenschaft 6	8'830'000.00			7'778'000.00	7'750'000.00	7'830'000.00	7'560'000.00	7'720'000.00	7'880'000.00	7'980'000.00	8'393'000.00
				92.67%	92.34%	93.29%	90.08%	91.98%	93.89%	95.08%	100.00%
Liegenschaft 7	6'243'000.00			4'915'000.00	5'020'000.00	5'090'000.00	5'430'000.00	5'430'000.00	5'500'000.00	5'580'000.00	6'136'000.00
				80.10%	81.81%	82.95%	88.49%	88.49%	89.63%	90.94%	100.00%
Liegenschaft 8	5'358'000.00			4'397'000.00	4'480'000.00	4'400'000.00	4'550'000.00	4'580'000.00	4'850'000.00	4'850'000.00	5'181'000.00
				84.87%	86.47%	84.93%	87.82%	88.40%	93.61%	93.61%	100.00%
Liegenschaft 9	1'722'000.00							2'920'000.00	2'920'000.00	2'770'000.00	2'804'000.00
								104.14%	104.14%	98.79%	100.00%
Liegenschaft 10	8'005'000.00		9'400'000.00	8'845'000.00	9'260'000.00						
			105.98%	99.70%	104.18%						
Liegenschaft 11								16'080'000.00	16'890'000.00	17'000'000.00	
								94.75%	99.55%	100.20%	
Liegenschaft 12	2'455'954.00							2'869'000.00	3'153'000.00	3'038'000.00	
								94.98%	103.98%	100.20%	
Liegenschaft 13	7'142'594.00							5'398'000.00	5'925'000.00	6'055'000.00	
								89.16%	98.05%	100.20%	
Liegenschaft 14	3'593'770.00							3'604'000.00	3'464'000.00	3'505'000.00	
								103.07%	99.03%	100.20%	
Liegenschaft 15						3'485'000.00	3'455'000.00	3'410'000.00	3'369'000.00	3'286'000.00	
						106.13%	105.26%	103.94%	102.72%	100.20%	
Liegenschaft 16							21'540'000.00	21'260'000.00			
							102.45%	101.14%			
IPD Wohnen		2.58%	3.17%	1.27%	0.62%	1.21%	1.21%	0.59%	0.35%	0.20%	-0.38%
IPD Wohnen indexiert		111.21%	108.63%	105.46%	104.18%	103.56%	102.35%	101.14%	100.55%	100.20%	100.00%

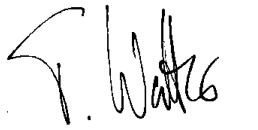
	Winner	Looser
		1'716'000.00
		2'550'000.00
	5'400'000.00	
		1'640'000.00
		5'530'000.00
		7'778'000.00
		4'915'000.00
		4'397'000.00
	2'920'000.00	
	9'400'000.00	
		16'080'000.00
		2'869'000.00
		5'398'000.00
	3'604'000.00	
	3'485'000.00	
	21'540'000.00	
Total	**46'349'000**	**52'873'000**
Total in Prozent	**46.71%**	**53.29%**
Anzahl Liegens.	**6**	**10**

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Untersuchung der Auswirkungen von Bilanzierungs- und Bewertungsrichtlinien auf Behavioral Biases bei institutionellen Anlegern in der Schweiz“ selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe.
Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, habe ich in jedem einzelnen Falle durch Angabe der Quelle (auch der verwendeten Sekundärliteratur) als Entlehnung kenntlich gemacht.

Die Arbeit hat in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegen und wurde auch noch nicht veröffentlicht.

Horgen, den 12.08.2013



_____

Thomas Walter