



**Universität  
Zürich** <sup>UZH</sup>

**Abschlussarbeit**  
zur Erlangung des  
Master of Advanced Studies in Real Estate

**Externes Real Estate Portfolio- und Assetmanagement als Alternative  
zu einem internen Management**

Verfasserin: Schenk  
Claudia

Eingereicht bei: Prof. Dr. Michael Trübstein

Abgabedatum: 29.08.2016

## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis .....	II
Abkürzungsverzeichnis .....	IV
Abbildungsverzeichnis .....	V
Tabellenverzeichnis .....	VI
Executive Summary .....	VII
1 Einleitung .....	1
1.1 Einführung und Problemstellung .....	1
1.2 Zielsetzung .....	3
1.3 Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes .....	3
1.4 Methodischer Aufbau der Arbeit .....	4
2 Real Estate Management .....	6
2.1 Real Estate Management im Allgemeinen .....	6
2.2 Real Estate Management bei institutionellen Investoren .....	6
2.2.1 Vorsorgeeinrichtungen als institutionelle Investoren .....	6
2.2.2 Real Estate Investment Management .....	7
2.2.3 Real Estate Portfoliomanagement .....	9
2.2.4 Real Estate Assetmanagement .....	11
2.3 Erfolgsmessung im Real Estate Management .....	12
2.3.1 Erfolgsmessung und -analyse .....	12
2.3.2 Kennzahlen im Immobilienmanagement .....	14
2.3.3 Die Werttreiber des Total Returns .....	18
2.3.4 Beeinflussung der Werttreiber .....	19
2.4 Organisation im Real Estate Management .....	21
2.4.1 Organisationsformen .....	21
2.4.2 Transaktionskostentheorie .....	22
2.4.3 Prinzipal-Agenten-Theorie .....	25
3 Empirische Erhebung .....	28
3.1 Einführung in die empirische Erhebung .....	28
3.2 Interview mit Anbietern von operativen und strategischen Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen .....	28
3.2.1 Allgemeine Einordnung der Unternehmen .....	29

3.2.2	Erkenntnisse im Bereich Werttreiber .....	29
3.2.3	Erkenntnisse zur Organisation von Real Estate Management Dienstleistungen .....	32
3.3	Umfrage bei institutionellen Investoren .....	34
3.3.1	Allgemeine Einordnung der Unternehmen.....	36
3.3.2	Erkenntnisse im Bereich Werttreiber .....	42
3.3.3	Erkenntnisse zur Organisation von Real Estate Management Dienstleistungen .....	48
4	Erkenntnisse .....	52
4.1	Allgemeine Erkenntnisse aus der empirischen Erhebung.....	52
4.1.1	Allgemeine Erkenntnisse im Bereich Werttreiber.....	52
4.1.2	Allgemeine Erkenntnisse zur Organisation von Real Estate Management Dienstleistungen .....	54
4.2	Abgleich Theorie und Empirie.....	55
4.2.1	Werttreiber.....	55
4.2.2	Organisationsformen im Real Estate Management .....	56
4.3	Handlungsempfehlungen .....	57
5	Schlussbetrachtung.....	58
5.1	Diskussion.....	58
5.2	Ausblick .....	59
	Literaturverzeichnis .....	60
	Anhang .....	66

**Abkürzungsverzeichnis**

BVG	Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 25. Juni 1982
BVV2	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 18. April 1984
CHF	Schweizer Franken
CREM	Corporate Real Estate Management
gif e. V.	Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung eingetragener Verein
GIPS	The Global Investment Performance Standard set out by the Chartered Financial Analyst Institute
IAZI	Informations- und Ausbildungszentrum für Immobilien
IPD	Investment Property Databank Ltd.
KGAST	Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen
MSCI	Morgan Stanley Capital International
PREM	Public Real Estate Investment Management
REIM	Real Estate Investment Management
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors

**Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1: Mehrstufiger Ansatz und Funktionen im REIM	8
Abbildung 2: Zusammensetzung des Total Returns	19
Abbildung 3: Zusammensetzung und Aufteilung der Stichprobe	36
Abbildung 4: Erwartungen der Stichprobe in Bezug auf ihre Immobilienanlagen	38
Abbildung 5: Nutzungsallokation der Stichprobe	40
Abbildung 6: Organisationsstruktur im Real Estate Management	41
Abbildung 7: Veränderung der Stellenprozent im Real Estate Management	41
Abbildung 8: Bedeutung der Managementziele	42
Abbildung 9: Beeinflussbarkeit der Managementziele	43
Abbildung 10: Wichtigkeit der Managementaufgaben	44
Abbildung 11: Bedeutung der Kennzahlen im Bestandsmanagement	45
Abbildung 12: Periodizität der Erhebung von Kennzahlen	46
Abbildung 13: Qualität des Informationssystems	47
Abbildung 14: Durchschnittlich feste Auftragsdauer	48
Abbildung 15: Periodizität der Neuausschreibung von Verträgen	48
Abbildung 16: Einsatz von performanceorientierten Vertragsbestandteilen	49
Abbildung 17: Vergütung des Real Estate Portfolio- und Assetmanagers	50
Abbildung 18: Einsatz von Mess- und Steuerungsinstrumenten	51

**Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Abgrenzung der Managementbegriffe	8
Tabelle 2: Kennzahlen im Immobilienmanagement	16
Tabelle 3: Anlagevermögen und Immobilienquote der Stichprobe	37
Tabelle 4: Total Return 2014 und 2015	39

## **Executive Summary**

Direkte Immobilienanlagen erfreuen sich seit jeher einer grossen Beliebtheit in der Schweiz. Speziell Vorsorgeeinrichtungen schätzen die langfristigen und konstanten Erträge sowie die geringere Volatilität im Vergleich zu den Aktienmärkten. Durch die aktuellen demographischen Veränderungen, sprich die immer älter werdende Bevölkerung, wie auch anstehende Reformen der Systeme zur Altersvorsorge werden die finanziellen Verpflichtungen dieser Einrichtungen zukünftig noch weiter ansteigen. Dies erhöht auch den Renditedruck bei den Kapitalanlagen. Im aktuellen Wirtschaftsumfeld gestaltet sich der Zukauf von neuen Immobilien schwierig, weshalb sich der Fokus auf die Optimierung des Bestands verlagert. An diesem Punkt setzt die vorliegende Arbeit an. Als ein möglicher Lösungsansatz in der Optimierung des Bestands wurde die Alternative eines externen Real Estate Portfolio- und Assetmanagements näher untersucht. In diesem Kontext wurde einerseits analysiert, ob und wie ein externes Management die Werttreiber der Gesamrendite beeinflussen kann. Andererseits wurde die Vertragsbeziehung zwischen dem Investor als Auftraggeber und dem externen Management als Auftragnehmer genauer beleuchtet.

Im Rahmen einer Umfrage bei institutionellen Investoren aus dem Bereich Vorsorge stellte sich heraus, dass ihr Fokus hauptsächlich auf einer hohen Rentabilität und der Werterhaltung im Bestand liegt. Die Beeinflussbarkeit der Werttreiber durch das Portfolio- und Assetmanagement schätzen sie eher als mittel bis gering ein. Wissenschaftliche Untersuchungen belegen, dass durch aktives Management und hohe Manager-Qualitäten die Erträge gesteigert und die Ausgaben reduziert werden können. Gerade für Schweizer Vorsorgeeinrichtungen liegen im wert- und renditeorientierten Management ihrer Immobilien also noch ungenutzte Erfolgspotenziale. Grundvoraussetzung ist die Schaffung eines Bewusstseins für die Einflussmöglichkeiten eines aktiven Immobilienmanagements. Ob die Leistungen intern oder extern erbracht werden, ist am Ende eine Frage der bestmöglichen Kosten-Return-Struktur. Institutionellen Investoren empfiehlt es sich, ihre Organisationsstruktur und Prozessabläufe von Zeit zu Zeit zu hinterfragen und auf Basis der Transaktionskostentheorie das für sie optimale Modell zu bestimmen. Ziel sind transparente und optimierte Allokations-, Organisations- und Vergütungsstrukturen. Die Komplexität der Geschäftsprozesse in der Immobilienwirtschaft steigt stetig an. Um Entscheidungen zu antizipieren und Strategien am Markt umzusetzen, ist eine hohe Transparenz und die Verfügbarkeit der wichtigen Portfoliodaten heute unerlässlich.

## 1 Einleitung

Dieses erste Kapitel dient der Einführung ins Thema und hilft dem Leser die vorliegende Arbeit im richtigen Kontext einzuordnen. Neben der Definition von Gegenstand und Zielsetzung der Untersuchung wird eine inhaltliche Abgrenzung des Themas vorgenommen. Abschliessend folgt eine Erläuterung zum methodischen Aufbau dieser Studie.

### 1.1 Einführung und Problemstellung

Direkte Immobilienanlagen erfreuen sich seit jeher einer grossen Beliebtheit in der Schweiz. Speziell Vorsorgeeinrichtungen schätzen die langfristigen und konstanten Erträge sowie die geringere Volatilität im Vergleich zu den Aktienmärkten. Gemäss einer im Auftrag des Bundesamts für Umwelt BAFU durch Wüest & Partner AG Ende 2015 durchgeführten Studie entfallen etwa 83 % (wertmässiger Marktanteil) der in der Schweiz von institutionellen Investoren gehaltenen Wohnimmobilien und etwa 58 % der Geschäftsliegenschaften auf Pensionskassen, Versicherungen und Anlagestiftungen.<sup>1</sup> Vorsorgeeinrichtungen gehören somit zu den wichtigen Akteuren unter den institutionellen Investoren.<sup>2</sup> Durch die aktuellen demographischen Veränderungen, sprich die immer älter werdende Bevölkerung, wie auch anstehende Reformen der Systeme zur Altersvorsorge werden die finanziellen Verpflichtungen dieser Einrichtungen zukünftig noch weiter ansteigen. Dies erhöht auch den Renditedruck bei den Kapitalanlagen. In der Vergangenheit konnten mit direkt gehaltenen Immobilien gute Renditen erzielt werden. So lag der Total Return<sup>3</sup> für direkt gehaltene Schweizer Mehrfamilienhäuser gemäss dem Informations- und Ausbildungszentrum für Immobilien IAZI kumuliert über die letzten zehn Jahre bei 125,6 Prozent und damit weit über den Schweizer Immobilienfonds (73,4 Prozent), Schweizer Aktien (86,9 Prozent) und Schweizer Obligationen (33,1 Prozent).<sup>4</sup>

Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 unterliegen die Finanz- und Immobilienmärkte einer strukturellen Neugestaltung. Verschiedene makroökonomische Entwicklungen wie der starke Franken und das damit verbundene Tiefzinsumfeld stellen Investoren

---

<sup>1</sup> Vgl. Wüest & Partner 2014, zit. in Bundesamt für Umwelt BAFU 2015, S. 4-5

<sup>2</sup> Vgl. Unterabschnitt 2.2.1

<sup>3</sup> Vgl. Unterabschnitt 2.3.2

<sup>4</sup> Vgl. Zulliger 2015, S. 36-37

an den Kapitalmärkten vor neue Herausforderungen. Die von der Schweizerischen Nationalbank 2015 eingeführten Negativzinse verursachen einen grossen Druck auf Immobilienanlagen und treiben die Preise auf dem Bestandsmarkt in die Höhe. Einer im Zeitraum von Oktober bis November 2015 durchgeführten Umfrage von Ernst & Young AG zufolge erwarten 85 % der 40 befragten Investoren keine spürbare Zinswende im Jahr 2016.<sup>5</sup> Mangels Anlagealternativen mit vergleichbarem Risiko-Renditeprofil nehmen einige Investoren historisch tiefe Anfangsrenditen in Kauf und riskieren so eine Verwässerung ihres Portfolios. Gestaltet sich der Zukauf von neuen Immobilien schwierig, verlagert sich der Fokus auf die Optimierung des Bestands. An diesem Punkt setzt die vorliegende Arbeit an. Als ein möglicher Lösungsansatz in der Optimierung des Bestands soll die Alternative eines externen Real Estate Portfolio- und Assetmanagements näher untersucht werden.

Die Auslagerung von Real Estate Propertymanagement-Dienstleistungen kann auf dem Schweizer Markt schon länger beobachtet werden. Auch für aktiv geführte Mandate bei Aktien und Obligationen ist die Vergabe des Assetmanagements an Dritte üblich. Externes Portfolio- und Assetmanagement für Immobilien findet in den Vereinigten Staaten von Amerika und gewissen Teilen Europas seit längerer Zeit grossen Anklang, in der Schweiz ist es jedoch noch kaum verbreitet.<sup>6 7</sup> Entsprechend gering fallen auch die bisherigen Publikationen und Untersuchungen zu diesem Themenkomplex aus. Da das Wirtschaftsgut Immobilien mit grossen Wertschöpfungspotenzialen in Verbindung steht, ist eine weitere Erforschung dieses Themengebiets durchaus von Interesse.

Die Grundlagen für den Entscheid, ob eine Dienstleistung intern oder extern erbracht wird, finden sich in der Neuen Institutionenökonomik. Einerseits soll auf Basis der Transaktionskostentheorie<sup>8</sup> die Frage beantwortet werden, ob eine Dienstleistung extern günstiger oder besser erbracht werden kann. Andererseits spielt auch die Informationsasymmetrie, welche zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer besteht, eine wichtige Rolle. Die sogenannte Prinzipal-Agenten-Theorie<sup>9</sup> beschäftigt sich mit der Verhaltenspsychologie und Anreizsystemen, die zu einem Interessenausgleich beisteuern.

---

<sup>5</sup> Vgl. Ernst & Young AG 2016, S. 12

<sup>6</sup> Vgl. Kooymans 2000, S. 15

<sup>7</sup> Vgl. Loepfe/Stockmann 2015, S. 18

<sup>8</sup> Vgl. Unterabschnitt 2.4.2

<sup>9</sup> Vgl. Unterabschnitt 2.4.3

## 1.2 Zielsetzung

Ziel der vorliegenden Arbeit ist, zu untersuchen, ob ein externes Real Estate Portfolio- und Assetmanagement eine Alternative zu einem internen Management darstellt. In diesem Kontext wird einerseits analysiert, ob und wie ein externes Management die Werttreiber der Gesamrendite<sup>10</sup> beeinflussen kann. Andererseits wird die Vertragsbeziehung zwischen dem Investor als Auftraggeber und dem externen Management als Auftragnehmer genauer beleuchtet. Daraus erfolgt die Ableitung von Empfehlungen für die Optimierung der Organisation des Real Estate Managements.

Folgende zentralen Fragestellungen werden im Rahmen dieser Abschlussarbeit erforscht:

- 1) Welchen Einfluss kann ein externes Real Estate Portfolio- und Assetmanagement auf die einzelnen Werttreiber der Gesamrendite nehmen?
- 2) Wie gestaltet sich die aktuelle Situation bezüglich der Organisation von Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen bei institutionellen Investoren in der Deutschschweiz?

Aufgrund der mangelnden Forschungserkenntnisse zu diesem Themenkomplex liegt der Untersuchung auch kein explizit ausformuliertes Hypothesensystem zugrunde. Vielmehr konzentriert sich die vorliegende Studie auf die systematische Sammlung und Erhebung von Daten zum immobilienbezogenen Portfolio- und Assetmanagement. Aus den daraus resultierenden Ergebnissen werden dann induktiv Hypothesen abgeleitet, wobei von der empirischen Untersuchung im Speziellen auf die Grundgesamtheit, die die gleichen Eigenschaften aufweist, beziehungsweise auf die Theorie geschlossen wird. Demgemäss wird in erster Linie explorativ nach Beziehungsstrukturen im Real Estate Portfolio- und Assetmanagement gesucht.

## 1.3 Abgrenzung des Untersuchungsgegenstandes

Die Forschungsfragen dieser Arbeit beziehen sich auf das Real Estate Portfolio- und Assetmanagement bei institutionellen Investoren mit Sitz in der Deutschschweiz. Wie in Abschnitt 1.1 erläutert, gehören Vorsorgeeinrichtungen dabei zu den wichtigsten Akteuren. Die Untersuchungen im Rahmen dieser Arbeit beschränken sich auf den Anlegerkreis von Pensionskassen, Versicherungen und Anlagestiftungen.

---

<sup>10</sup> Vgl. Unterabschnitt 2.3.3

Der Fokus liegt dabei auf dem eigentümerorientierten Real Estate Investment Management (REIM) von direkt gehaltenen Immobilien. Es werden die Teilbereiche Real Estate Portfoliomanagement und Real Estate Assetmanagement näher beleuchtet. Auf spezifische Fragen des nutzerorientierten Corporate Real Estate Managements (CREM) sowie Public Real Estate Managements (PREM), im Sinne von Immobilieninvestitionen durch die öffentliche Hand, wird nicht eingegangen. Weitere Anlagemedien wie zum Beispiel Aktien, Obligationen und indirekte Immobilienanlagen sind nicht Gegenstand der gegenwärtigen Untersuchung. Ebenso erfolgt keine nähere Behandlung der Themen Risiko, Liquidität sowie Finanzierung und Besteuerung (Financial Engineering).

Zum Thema externes Real Estate Portfolio- und Assetmanagement in der Schweiz gibt es wenig bis gar keine wissenschaftlichen Forschungserkenntnisse. In verwandten Themenbereichen existieren viele Studien, welche aber nur teilweise eine Ableitung auf die hier vorliegende Problemstellung zulassen. Als wissenschaftliche Arbeiten im Bereich Real Estate Assetmanagement in der Schweiz sind die beiden Publikationen von Prof. Dr. Michael Trübstein aus den Jahren 2015 und 2016 zu erwähnen.<sup>11</sup> Die vorliegende Arbeit knüpft an diese beiden Studien an.

#### 1.4 Methodischer Aufbau der Arbeit

Das gewählte explorative Forschungsdesign bildete die Grundlage für die Wahl des nachfolgend beschriebenen methodischen Aufbaus. Die Arbeit gliedert sich in fünf Kapitel und orientiert sich an einer theoretisch empirischen Vorgehensweise. Das einleitende Kapitel 1 beinhaltet die Definition von Gegenstand und Zielsetzung der Untersuchung. Daraus abgeleitet erfolgt die inhaltliche Abgrenzung des Themas. Kapitel 2 dient dem Verständnis der für diese Arbeit relevanten Grundlagen im Real Estate Management. Im Rahmen der Literaturrecherche werden die wichtigsten Theoriebausteine der Erfolgsmessung von Immobilienanlagen und der Organisation des Real Estate Managements kritisch aufgearbeitet und vorgestellt. Darauf aufbauend erfolgt in Kapitel 3 die empirische Erhebung. Nach der Einleitung in die empirische Erhebung, folgt im Sinne einer positiven Analyse die Bestandsaufnahme der IST-Situation im Bereich Real Estate Portfolio- und Assetmanagement in der Schweiz. Hierfür werden vorab fünf strukturierte Interviews mit

---

<sup>11</sup> Vgl. Trübstein 2015 und 2016

Anbietern von operativen und strategischen Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen durchgeführt und ausgewertet. Im Sinne eines ganzheitlichen Vorgehens wird zusätzlich ein Fragebogen an einen Kreis von ausgewählten Investoren aus dem Bereich Vorsorge versandt. Die Präsentation der Ergebnisse aus der Umfrage bildet den letzten Teil des dritten Kapitels. In Kapitel 4 werden anschliessend die wichtigsten Erkenntnisse aus der empirischen Erhebung erläutert, ein Abgleich zwischen Theorie und Empirie vorgenommen und Handlungsempfehlungen formuliert. Die Arbeit konkludiert in Kapitel 5 mit der reflektierenden Diskussion und einem Ausblick.

## 2 Real Estate Management

Dieses Kapitel dient dem Verständnis der für diese Arbeit relevanten Grundlagen im Real Estate Management. Im Rahmen der Literaturrecherche werden die Begrifflichkeiten der einzelnen Disziplinen im Real Estate Management erklärt und die wichtigsten Theoriebausteine der Erfolgsmessung von Immobilienanlagen und der Organisation des Real Estate Managements kritisch aufgearbeitet und vorgestellt.

### 2.1 Real Estate Management im Allgemeinen

Real Estate Management ist der Oberbegriff für Immobilienaktivitäten in Unternehmen der Privatwirtschaft, der öffentlichen Hand und der privaten Haushalte.<sup>12</sup> Er beinhaltet alle immobilienbezogenen Aufgaben über den gesamten Lebenszyklus einer Immobilie.<sup>13</sup> Die Betrachtung kann aus unterschiedlichen Perspektiven erfolgen. Die vorliegende Arbeit befasst sich mit der Eigentümerperspektive von institutionellen Investoren, spricht den Bereichen aus dem Real Estate Investment Management (REIM). Dabei erfolgt primär eine Betrachtung der Immobilie als Investment im Rahmen der Kapitalanlage. Wobei der Investor das Ziel verfolgt, das in Immobilien investierte Vermögen zu maximieren. Im Gegensatz zur Perspektive der Nutzer fokussieren die Interessen der Eigentümer auf die Zahlungsströme der Immobilienanlage.<sup>14</sup> Graaskamp folgend sind Immobilien als „space and money over time“ zu betrachten.<sup>15</sup>

### 2.2 Real Estate Management bei institutionellen Investoren

#### 2.2.1 *Vorsorgeeinrichtungen als institutionelle Investoren*

1974 empfahl der amerikanische Employee Retirement Income Security Act (ERISA) die Investitionen von Pensionskassen breit zu diversifizieren und neben den traditionellen Anlagen wie Aktien und Obligationen auch in alternative Anlagen wie Immobilien zu

---

<sup>12</sup> Vgl. Teichmann 2007, S. 11

<sup>13</sup> Vgl. Homann 2001, S. 383-403

<sup>14</sup> Vgl. Pfnür 2011, S. 9

<sup>15</sup> Vgl. Graaskamp 1989, S. 1

investieren.<sup>16</sup> Heute finden sich Immobilien in allen gut diversifizierten Multi-Asset-Portfolios<sup>17</sup> institutioneller Investoren. Gerade Vorsorgeeinrichtungen schätzen die langfristigen und konstanten Erträge sowie die geringere Volatilität im Vergleich zu den Aktienmärkten. Das oberste Ziel der Vorsorgeeinrichtungen besteht in der Erfüllung ihrer Verpflichtungen gegenüber den Versicherten. Diese erwarten eine angemessene Verzinsung ihres Vorsorgekapitals sowie eine sichere und hohe Altersrente. Um diesen Anforderung nachzukommen, werden hohe und konstante Erträge auf den Kapitalanlagen angestrebt. Gleichzeitig tragen die Vorsorgeeinrichtungen durch die Verwaltung von Drittkapital eine hohe Verantwortung, was sich wiederum auf ihr Risikoverhalten auswirkt. Sie gehören zu den sicherheitsorientierten Investoren und versuchen bei gegebenem Risiko die Rendite ihrer Investition zu maximieren. Damit dies gelingt, müssen – dem Best-Owner-Ansatz folgend – einerseits Strategie, Struktur und Kultur des Eigentümers mit dem Immobilienportfolio im Einklang stehen. Andererseits braucht es ein professionelles, spezialisiertes und differenziertes Investment Management.<sup>18</sup> Da Ankäufe im heutigen Marktumfeld schwierig sind, verlagert sich der Fokus auf die Optimierung, Werterhaltung und Wertsteigerung im Bestand.

### 2.2.2 *Real Estate Investment Management*

In der Literatur existieren unterschiedliche Konzepte für die Abgrenzung und Untergliederung des Begriffs der „Immobilienökonomie“. Sie weisen alle Vor- und Nachteile auf.<sup>19</sup> Im Rahmen dieser Arbeit erfolgt eine Abgrenzung der Managementdisziplinen auf Basis der Konzepte von Teichmann (2007) und Kämpf-Dern (2009).<sup>20 21</sup> Wobei zu erwähnen ist, dass die Überlegungen von Kämpf-Dern auf denjenigen von Teichmann aufbauen. Der Grundgedanke der Bestimmung verschiedener Management-Ebenen orientiert sich an dem aus der Betriebswirtschaft bekannten St. Galler Management-Modell.

---

<sup>16</sup> Vgl. Geltner et al. 2014, S. 144

<sup>17</sup> Von einem Multi-Asset-Portfolio wird bei mehreren Anlageklassen wie z. B. Aktien, Obligationen und Immobilien gesprochen. Bei einem Single-Asset-Portfolio wird nur in eine Anlageklasse investiert. Vgl. Gondring/Wagner 2016, S. 12

<sup>18</sup> Vgl. Loepte 2007, S. 547

<sup>19</sup> Vgl. Pfnür 2011, S. 19-23

<sup>20</sup> Vgl. Teichmann 2007, S. 15

<sup>21</sup> Vgl. Kämpf-Dern 2009a, S. 23-25

Abbildung 1 veranschaulicht den mehrstufigen Ansatz im Real Estate Investment Management:

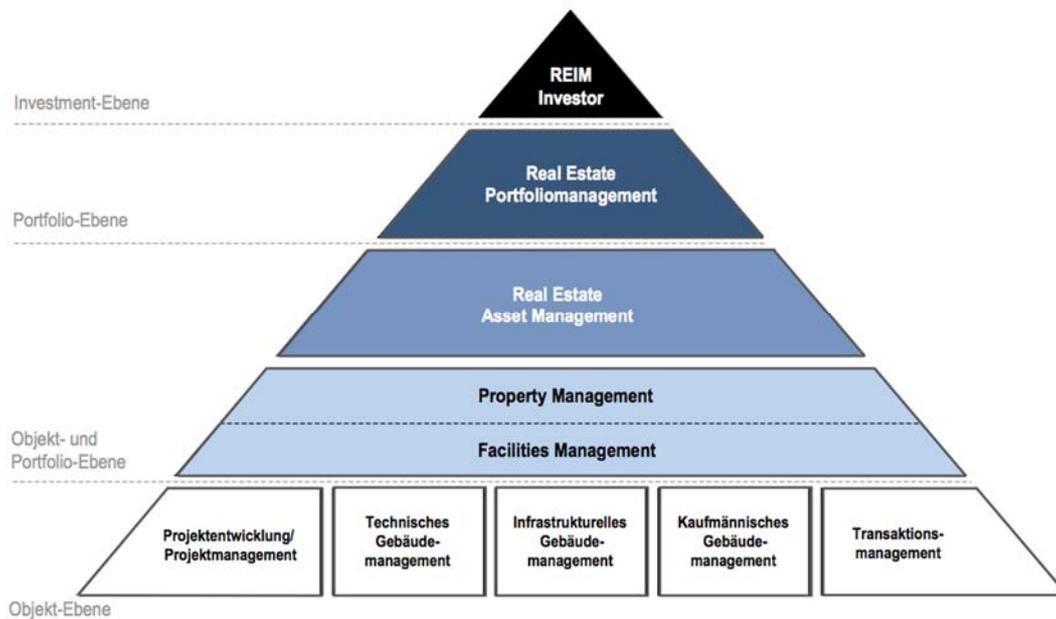


Abbildung 1: Mehrstufiger Ansatz und Funktionen im REIM, Teichmann (2007), S. 15

Am oberen Ende der Pyramide steht dabei der Investor mit seiner Investmentstrategie. Die Immobilienstrategie wird daraus abgeleitet und liefert die Vorgaben für das Real Estate Portfoliomanagement, das Real Estate Assetmanagement sowie das Property- und Facilitymanagement. Die nachfolgende Tabelle 1 zeigt die Schwerpunkte und Ausrichtung der einzelnen Managementansätze und ermöglicht so einen Überblick über die Abgrenzung der Begriffe:

Ansatz	Property Management	Asset Management	Portfolio Management
Schwerpunkt	technisch, kaufmännisch	wertorientiert	strategisch, analytisch
Ausrichtung	operativ	strategisch, taktisch	strategisch
Ebene	Objekt-Ebene	Objekt-, Portfolio-Ebene	Portfolio-Ebene

Tabelle 1: Abgrenzung der Managementbegriffe, Gondring/Wagner (2016), S. 10

Auch in Bezug auf die Zuordnung der einzelnen Dienstleistungen und der konkreten inhaltlichen Beschreibung der Disziplinen Investment-, Portfolio- und Assetmanagement

bestehen wenig übereinstimmende Ansätze, weshalb nachfolgend dem Leser ein kurzer Überblick gewährt werden soll.<sup>22</sup> Auf weitere Ausführungen zu den Disziplinen Property- und Facilitymanagement auf Objekt-Ebene wird verzichtet, da sie für die Untersuchungen im Rahmen dieser Arbeit von untergeordneter Bedeutung sind.

Ziel des Investors und somit auch des Real Estate Managements sind eine langfristig ökonomische Werterhaltung, die Erzielung einer höchstmöglichen Rendite beziehungsweise die Optimierung der Performance.<sup>23 24</sup> Dem Real Estate Investment Management obliegen dabei unter anderem die Planung, Steuerung und Kontrolle der Rendite, des Risikos und der Liquidität von Immobilieninvestitionen. Es wird auch als das rahmengebende Management von Immobilienbeständen beschrieben.<sup>25</sup> Die Aufgaben und Ziele des Real Estate Portfolio- und Assetmanagements werden in den nächsten Abschnitten ausführlicher erläutert. Diese beiden Managementdisziplinen sind eng miteinander verbunden, unterscheiden sich aber in Bezug auf die Betrachtungsebene. Das Real Estate Assetmanagement fokussiert auf einzelne Objekte während im Portfoliomanagement eine aggregierte Betrachtung auf Stufe Immobilienportfolio erfolgt.<sup>26</sup> Das Real Estate Assetmanagement wird auch als „Bindeglied zwischen dem operativen Property- bzw. Facilitymanagement und dem strategischen Portfoliomanagement“<sup>27</sup> bezeichnet.

### 2.2.3 *Real Estate Portfoliomanagement*

Pfnür folgend wird unter Real Estate Portfoliomanagement „[...] das aus den Vorgaben des Real Estate Investment Managements abgeleitete strategische Management von gebündelten Immobilienbeständen (Portfolien), bei denen die wechselseitige Beeinflussung der Assets und damit die Zusammensetzung der Immobilienbestände Auswirkungen auf die Gesamtzielerreichung hat“<sup>28</sup> verstanden. Ziel ist es, durch systematische Analyse, Planung, Steuerung und Kontrolle des Immobilienbestands Erfolgspotenziale aufzubauen und zu erhalten sowie die Transparenz für den Investor zu erhöhen.<sup>29</sup> Der Portfolioman-

---

<sup>22</sup> Vgl. Rodewald 2009, S. 54

<sup>23</sup> Vgl. Teichmann 2007, S. 15

<sup>24</sup> Vgl. Gondring/Wagner 2016, S. 19

<sup>25</sup> Vgl. Kämpf-Dern 2009b, S. 6

<sup>26</sup> Vgl. Teichmann 2007, S. 16

<sup>27</sup> Wagner 2005, S. 57

<sup>28</sup> Pfnür 2011, S. 39-40

<sup>29</sup> Vgl. Bone-Winkel et al. 2016, S. 767

ger definiert dabei, unter Berücksichtigung der Best-Owner-Qualitäten und der vorgegebenen Investmentstrategie (individuelle Risikobereitschaft, Renditeerwartung, Anlagevolumina/-horizonte, Liquiditätsvorstellungen und Rahmenbedingungen), das beste Risiko-Rendite-Profil und leitet daraus die Portfoliostrategie ab. Dabei finden häufig Methoden aus der Kapitalmarkttheorie Anwendung.<sup>30</sup> Basis aller Überlegungen bildet die Moderne Portfolio Theorie von Harry M. Markowitz, welche sich mit dem trade-off zwischen Risiko und Rendite beschäftigt. Ihr folgend kann jeder Investor durch die Streuung des Anlagevermögens (Diversifikation) über mehrere Anlageobjekte mit unterschiedlicher Risiko-Rendite-Struktur das für ihn optimale Portfolio definieren, welches auf dem Tangentialpunkt der persönlichen Isonutzenquante<sup>31</sup> eines Investors und der Effizienzlinie liegt. Ziel ist es, bei gegebenem Risiko die Rendite zu maximieren beziehungsweise bei gegebener Rendite das Risiko zu minimieren. Markowitz' Modell berücksichtigte als erstes das Risiko bei Anlageentscheidungen. Durch die aufwendigen Kalkulationen und mangelnde Datenverfügbarkeit hat es sich in der Praxis nicht wirklich durchgesetzt. Auch die restriktiven und in der Realität oft nichtzutreffenden Annahmen sind Gegenstand von weiterer Kritik. Die Grundgedanken wurden aber in spätere Modelle übernommen und weiterentwickelt. Diese Modelle werden heute unter dem Begriff Kapitalmarkttheorie bzw. Modern Finance zusammengefasst.<sup>32 33</sup>

Das Real Estate Portfoliomanagement hat die Aufgabe der (wertorientierten) Planung, Steuerung und Kontrolle von Immobilienportfolios:<sup>34 35</sup>

- Analyse und Research für die Portfolio-Ebene
- Formulierung der Portfolio-Strategie
- Auswahl, Steuerung und Kontrolle von Dienstleistern der Objekt-Ebene
- Immobiliencontrolling und Risikomanagement auf der Portfolio-Ebene
- Reporting an die Investment-Ebene

---

<sup>30</sup> Vgl. Stengel v. 2003, S. 320

<sup>31</sup> Isonutzenquanten sind monoton steigende Funktionen, welche das individuelle Austauschverhältnis von Risiko und Rendite eines Anlegers grafisch darstellen. Vgl. Gondring/Wagner 2016, S. 101

<sup>32</sup> Vgl. Hoesli/MacGregor 2013, S. 128-133

<sup>33</sup> Vgl. Gondring/Wagner 2016, S. 97-112

<sup>34</sup> Vgl. Teichmann 2007, S. 17

<sup>35</sup> Vgl. Gondring/Wagner 2016, S. 10

## 2.2.4 *Real Estate Assetmanagement*

Unter dem Begriff des Assetmanagements wird im Allgemeinen „[...] die Verwaltung von Vermögenswerten Dritter durch spezialisierte Dienstleister im Rahmen von Vollmachtsverträgen.“<sup>36</sup> verstanden. Die Asset-Klasse Immobilien unterscheidet sich in wesentlichen Eigenschaften (z. B. Heterogenität der Immobilie und Intransparenz der Immobilienmärkte) von anderen Vermögenswerten, weshalb auch das Real Estate Assetmanagement anders zu definieren ist. Selbst innerhalb der Immobilienbranche finden sich unterschiedliche Ansätze für die Interpretation des Begriffs. Schulte und Walbröhl formulieren es 2002 wie folgt: „[...] Immobilien Asset Management [ist] ein dynamischer, strategisch ausgerichteter Management-Prozess [...], der die Planung von Immobilienanlageportfolios sowie die Umsetzung und Kontrolle umfasst.“<sup>37</sup> Im Leistungsverzeichnis der Asset Management-Dienstleistungen, 2012 herausgegeben von der Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), wird Assetmanagement als „[...] das verantwortliche strategische und operative Management sämtlicher rendite- und risikobeeinflussenden Massnahmen auf Objekt-, Portfolio- und Gesellschaftsebene bezogen auf den gesamten Lebenszyklus der Immobilie(n)“<sup>38</sup> beschrieben. Die Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (gif) verzichtet hingegen ganz auf den Begriff Assetmanagement und verwendet gesamtheitlich den Begriff Investment Management für alle Tätigkeiten im Bereich des Immobilien-Managements.<sup>39</sup> Im Rahmen dieser Arbeit orientiert sich die Verfasserin an der Definition von Teichmann aus dem Jahr 2007:

Dem Real Estate Assetmanagement obliegt die Umsetzung der Portfolio-Strategie auf Objekt-Ebene. Dabei gilt es, durch die Identifikation von Wert- und Nutzungssteigerungspotenzialen, die Rendite bzw. Performance der einzelnen Objekte zu optimieren. Der Assetmanager orientiert sich an den strategischen Rahmenbedingungen und Zielvorgaben des Investors. Er tritt als treuhänderischer Vertreter des Eigentümers auf.

---

<sup>36</sup> Vgl. Klages 2002, S. 517

<sup>37</sup> Schulte/Walbröhl 2002, S. 659

<sup>38</sup> RICS Deutschland Ltd. 2012, S. 5

<sup>39</sup> Vgl. Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. 2004, S. 5

Seine Aufgaben umfassen die (wertorientierte) Planung, Steuerung und Kontrolle von Immobilien auf Objekt-Ebene:<sup>40</sup>

- Analyse und Research auf der Objekt-Ebene (z. B. Markt- und Standortanalysen)
- Formulierung der Objektstrategie (Businessplan)
- Transaktionsmanagement
- Projektentwicklung/Projektmanagement
- Auswahl, Steuerung und Kontrolle des Propertymanagements
- Mietvertrags- und Flächenmanagement
- Immobilienmarketing
- Betriebskostenoptimierung
- Immobiliencontrolling und Risikomanagement auf der Objekt-Ebene
- Reporting an die Portfolio-Ebene

Die Wertschöpfung im Real Estate Assetmanagement kann in die Phasen Investment Management (Ankauf), Vorbereitung des Exit (Verkauf) und Performance-Optimierung im Bestand unterteilt werden.<sup>41</sup> Letzteres soll im Rahmen der vorliegenden Arbeit näher untersucht werden.

## 2.3 Erfolgsmessung im Real Estate Management

### 2.3.1 *Erfolgsmessung und -analyse*

Wie in Unterabschnitt 2.2.1 erläutert, gehören Vorsorgeeinrichtungen zu den sicherheitsorientierten Investoren, welche versuchen, bei gegebenem Risiko die Rendite ihrer Investition zu maximieren. Es werden hohe und konstante Erträge auf den Immobilienanlagen angestrebt. Dem Opportunitätskostenkonzept folgend sind Investitionsentscheidungen durch das Denken in alternativen Möglichkeiten des Handelns geprägt.<sup>42</sup> Zu den zwei zentralen Entscheidungsfaktoren der Investitionstheorie und -praxis gehören Risiko und Rendite. Dabei gilt, je grösser das Risiko einer Investition desto höher die erwartete Rendite. In der Praxis ist meist eine Fokussierung auf die Rendite zu beobachten, weil sie als

---

<sup>40</sup> Vgl. Teichmann 2007, S. 19

<sup>41</sup> Vgl. Gondring/Wagner 2016, S. 19-20

<sup>42</sup> Vgl. Francke 2008, S. 31

leichter mess- und beeinflussbar beurteilt wird.<sup>43 44</sup> Ein wert- und renditeorientiertes Management ist heute „State of the Art“. Gleichzeitig fordert die Steuerung komplexer Immobilienbestände eine hohe Transparenz und die Reduktion der Komplexität.<sup>45</sup> Dabei übernehmen die Erfolgsmessung und Attributionsanalyse im Rahmen des Immobilien-Controllings eine wichtige Rolle. Denn nur wenn bekannt ist, wo das Immobilienportfolio im Vergleich zum Markt steht und wo die Ursachen des (positiven oder negativen) Erfolgs liegen, kann es zielgerichtet gesteuert werden. Neben der Kennzahlenermittlung und -kommunikation beinhaltet die Portfoliosteuerung auch die Vorgaben zur Datenhaltung, die dauerhafte Sicherstellung der Aktualität und Aussagekraft der verwendeten Daten sowie eine flexibel auswertbare Datenstrukturierung. Die Periodizität der Kennzahlenermittlung und -kommunikation ist abhängig vom internen Risikomanagement und den Terminvorgaben des Investors.<sup>46</sup>

Im Zusammenhang mit der Erfolgsmessung von Immobilienanlagen findet häufig der Begriff Performance Anwendung. Dieser kann auf unterschiedliche Arten interpretiert werden. Die absolute Performance beschreibt die Rentabilität bzw. die risikoadjustierte Rendite einer Anlage. Die Differenz der erzielten Rendite zu einer adäquaten Vergleichsrendite (Benchmark) wird als relative Performance bezeichnet.<sup>47</sup> Bei der Performancemessung geht es um die Berechnung des Investitionserfolgs sowie den Vergleich mit den Plan- bzw. Zielwerten. Die Ergebnisse helfen dem Portfolio- und Assetmanager die Ursachen und Treiber des (positiven oder negativen) Erfolgs im Rahmen der Performanceanalyse aus der top-down Perspektive zu klären. Dies schafft die Grundlage für allfällige Steuerungsmassnahmen und Anpassungen in der Anlagepolitik.<sup>48 49</sup> Die Performancemessung übernimmt neben der Steuerungs- und Kontrollfunktion auch eine Motivations- und Lernfunktion.<sup>50</sup>

---

<sup>43</sup> Vgl. Hoesli/MacGregor 2013, S. 32

<sup>44</sup> Vgl. Bone-Winkel et al. 2016, S. 770

<sup>45</sup> Vgl. Bone-Winkel 2005, S. 493

<sup>46</sup> Vgl. Deisenrieder 2007, S. 256

<sup>47</sup> Vgl. Bone-Winkel et al. 2016, S. 721

<sup>48</sup> Vgl. Bone-Winkel 2008 zit. in Gondring/Wagner 2016, S. 64

<sup>49</sup> Vgl. Bone-Winkel et al. 2016, S. 772

<sup>50</sup> Vgl. Müller-Stewens/Lechner 2016, S. 587

Alfred Rappaport folgend, sollten für jede Management-Ebene individuelle Standards für die Performancemessung und Anreizvergütung festgelegt werden. Es sind die Fragen nach der besten Methode zur Leistungsmessung, dem angemessenen Leistungsniveau und der Verknüpfung von Entlohnung und Leistung zu beantworten.<sup>51</sup>

Voraussetzung für ein effizientes Controlling ist die klare Definition der Zielgrößen (inklusive Schwankungsbreiten) sowie deren Unterlegung mit geeigneten Messkonzepten und Benchmarks.<sup>52</sup> Die Führungsgrösse im Immobilienmanagement bildet dabei meistens eine Kennzahl. Bei Investitionsentscheidungen kommen vor allem kapitalmarktorientierte Kennzahlen wie Yield Gap, Cashflow-Strukturen und Internal Rate of Return zum Einsatz.<sup>53</sup> Da im Rahmen dieser Arbeit die Optimierung im Bestand untersucht wird, beziehen sich die nachfolgenden Ausführungen nur auf die wichtigsten immobilienbezogene Kennzahlen, welche bei der Steuerung des Bestands Anwendung finden.

### 2.3.2 Kennzahlen im Immobilienmanagement

Auf den jeweiligen Ebenen des Investment-, Portfolio-, Asset- und Propertymanagements kommen unterschiedliche Kennzahlen zum Einsatz. Der Total Return wird dabei allgemein als die umfassende Kennzahl für die Performancemessung angesehen. Vom Global Investment Performance Standard set out by the Chartered Financial Analyst Institute (GIPS) wird er ebenfalls als Standard für die Messung der Investment Performance anerkannt.<sup>54</sup> Er entspricht der Gesamtrendite, die eine Anlage über eine bestimmte Zeitperiode erwirtschaftet. Um eine Vergleichbarkeit zu ermöglichen, werden für die Berechnung investorenspezifische Aspekte wie Steuern und Finanzierung nicht berücksichtigt.<sup>55</sup> Der Total Return setzt sich aus der Netto-Cashflow-Rendite und der Wertänderungs-Rendite zusammen. Nach gif wird die Netto-Cashflow-Rendite bzw. Objekt-Rendite als Netto-Mieteinnahmen korrigiert um Wertänderungen und objektbezogene Investitionskosten in Relation zum Marktwert zuzüglich Nachinvestitionen der aktuellen Periode verstanden.<sup>56</sup>

---

<sup>51</sup> Vgl. Rappaport 1998, S. 178

<sup>52</sup> Vgl. Bone-Winkel et al. 2016, S. 769-770

<sup>53</sup> Vgl. Gondring/Wagner 2016, S. 28

<sup>54</sup> Vgl. MSCI Inc. 2016, S. 12

<sup>55</sup> Vgl. Piazzolo 2009, S. 669

<sup>56</sup> Vgl. gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftlich Forschung e. V. 2011, S. 88

Wüest & Partner publiziert seit 2002 jährlich in Zusammenarbeit mit MSCI den IPD / Wüest & Partner Schweizer Immobilien Index. Ihre Methodik basiert auf den Global Methodology Standards for Real Estate Investments, welche den Total Return wie folgt definieren:<sup>57</sup>

$$TR_t = \frac{(CV_t - CV_{t-1} - CExp_t + CRpt_t + NI_t)}{(CV_{t-1} + CExp_t)} \cdot 100$$

TR<sub>t</sub>: Total Return des Monats t

CV<sub>t</sub>: Verkehrswert am Ende des Monats t

CExp<sub>t</sub>: Gesamtinvestitionen während des Monats t (inklusive aller Zukäufe, Projektentwicklungen und sonstiger Kapitalaufwendungen)

CRcp<sub>t</sub>: alle Kapitaleinnahmen während des Monats t (inklusive aller Verkäufe und anderer Kapitaleinnahmen)

NI<sub>t</sub>: Nettomieteinnahmen des Monats t (abzüglich Baurechtszinsen, Bewirtschaftungskosten und sonstiger nicht umgelegter Kosten)

Ein weiteres Mass zur Bestimmung der Portfolioperformance ist der Alpha-Koeffizient, auch Jensens-Alpha genannt. Dabei wird der Renditeanteil bestimmt, der die Rendite, welche für das Eingehen eines systematischen Risikos in Kauf genommen wurde, übersteigt. Ist der Wert positiv, bedeutet dies, dass das Management im Vergleich zum Markt eine Überschussrendite (Outperformance) erzielen konnte. Er eignet sich daher, um die Leistung des Managements im Nachhinein zu beurteilen und festzustellen, ob die ergriffenen Massnahmen einen Einfluss auf die Verbesserung des Risiko-Rendite-Profiles hatten.<sup>58</sup>

---

<sup>57</sup> Vgl. MSCI Inc. 2016, S. 12

<sup>58</sup> Vgl. Gondring/Feldhoff 2003 zit. in Gondring/Wagner 2016, S. 117-119

Weitere Kennzahlen im Immobilienmanagement mit unterschiedlicher Relevanz für institutionellen Bestandhalter sind in Tabelle 2 aufgeführt (Aufzählung nicht abschliessend):

Kennzahl	Relevanz
Anteil umgelegter Betriebskosten	Niedrig
Bewirtschaftungskostenquote	Niedrig
Budgeteinhaltung	Hoch
Cashflow-Rendite Objekt	Hoch
Durchschnittliche Neuvermietungsdauer	Niedrig
Durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge	Niedrig
Energieverbrauchswert	Niedrig
Flächenerweiterungspotenzial	Niedrig
Forderungsausfallquote	Mittel
Instandhaltungskosten pro qm	Hoch
Instandsetzungskosten pro qm	Hoch
Leerstandsquote	Hoch
Mietzinsanpassungspotenzial	Hoch
Volatilität	Hoch
Wertänderungsrendite	Mittel

Tabelle 2: Kennzahlen im Immobilienmanagement, in Anlehnung an gif (2011), S. 10-93

Bei der Vorgabe einer Kennzahl können sich institutionelle Investoren in der Schweiz an einer externen Messgrösse wie einem vergleichbaren bekannten Portfolio oder einem synthetisch geschaffenen Referenzportfolio wie beispielsweise dem IPD / Wüest & Partner Schweizer Immobilien Index oder dem KGAST-Index orientieren. Sie ermöglicht den

Vergleich der Performance einer einzelnen Immobilie oder eines ganzen Portfolios mit dem Markt. Die kritische Hinterfragung der Herkunft und Eigenschaften der Daten sowie ihre Zusammensetzung ist dabei von hoher Bedeutung. Im Sinne einer ganzheitlichen Betrachtung kommt ergänzend ein internes Benchmarking innerhalb des eigenen Portfolios zur Anwendung.<sup>59</sup> Weiter lässt sich zwischen quantitativem und qualitativem Benchmarking unterscheiden. Wobei sich Ersteres auf Rendite, Erlöse oder Kosten (zum Beispiel Total Return, Mietzinse und Betriebskosten) beziehen. Qualitative Benchmarks betreffen subjektiv zu beurteilende Merkmale wie beispielsweise Mieterzufriedenheit oder Objektqualitäten.<sup>60</sup> Für die Erfolgsmessung aus Sicht des Investors stellen Benchmarks eine wichtige Referenzgrösse dar. Gleichzeitig dienen sie auch der Leistungsbeurteilung im Portfolio- und Assetmanagement.<sup>61</sup>

Die Effizienz des Marktes bestimmt dabei, ob aktives oder passives Portfoliomanagement erfolgsversprechender ist. Das passive Management kommt zum Einsatz, wenn der Portfoliomanager über keine Informationsvorteile in Bezug auf den weiteren Zyklusverlauf oder in Bezug auf die Über- oder Unterbewertung von gewissen Immobilienmarktsegmenten verfügt. Bei einer mittleren bis hohen Markteffizienz strebt er die Nachbildung des Marktportfolios an. Ziel dabei ist, die Benchmark-Rendite durch das Eingehen von Benchmark-Risiken zu erzielen. Die Marktrendite wird dabei zur maximal erzielbaren Rendite. Bei niedriger bis mittlerer Markteffizienz können Informationsvorteile über den weiteren Zyklusverlauf oder Preisverzerrungen entstehen. Gelingt es dem Portfoliomanager aufgrund privater Informationen oder der Erkennung und Umsetzung von Chancen am Markt eine gegenüber dem Benchmark überdurchschnittliche Rendite zu erzielen, wird von aktivem Portfoliomanagement gesprochen.<sup>62</sup> Aktives Portfoliomanagement darf aber nicht als aktives Trading verstanden werden. Bei Core-Portfolios wirken sich zu häufige Transaktionen aufgrund der hohen Transaktionskosten eher negativ aus.<sup>63</sup> Die kurzfristige Anpassung an sich verändernde Marktbedingungen wird zudem durch die spezifischen Immobilieneigenschaften (wie z. B. Heterogenität, Standortgebundenheit, hohe Investitionskosten usw.) eingeschränkt. Diese zeitliche Verzögerung begrenzt die Aussagekraft von Attributionsanalysen im Immobilienbereich und ist bei der Auswertung

---

<sup>59</sup> Vgl. Bone-Winkel et al. 2016, S. 776

<sup>60</sup> Vgl. Bogenberger 2009 zit. in Bone-Winkel et al. 2016, S. 776

<sup>61</sup> Vgl. Piazzolo 2009, S. 669

<sup>62</sup> Vgl. Piazzolo 2009, S. 669

<sup>63</sup> Vgl. Loeffe/Stockmann 2015, S. 21

von Rendite- und Performancekennzahlen stets zu berücksichtigen. Objektspezifischen Einflüssen wird insgesamt und auf Dauer eine höhere Bedeutung zugeschrieben als den Marktbewegungen. Hier bestehen Chancen für das aktive Portfolio- und Assetmanagement. Bis heute existieren jedoch keine Modelle, welche diesen Beitrag in der Attributionsanalyse konkret berücksichtigen.<sup>64</sup>

### 2.3.3 *Die Werttreiber des Total Returns*

Mögliche Einflussfaktoren auf den Erfolg von Immobilienanlagen gibt es unzählige.<sup>65</sup> Es besteht eine massgebliche Abhängigkeit von volkswirtschaftlichen, demographischen und immobilienwirtschaftlichen Indikatoren.<sup>66</sup> Die nachfolgenden Ausführungen konzentrieren sich auf die Einflussmöglichkeiten des Real Estate Portfolio- und Assetmanagements.

Um den wirtschaftlichen Nutzen einer Immobilie zu maximieren, gilt es, analog einem Unternehmen, die Erträge daraus zu maximieren. Es geht darum, möglichst alle Stellenschrauben der Einnahme- und Ausgabeseite zu optimieren und Wertreserven konsequent auszuschöpfen.<sup>67</sup>

---

<sup>64</sup> Vgl. Bone-Winkel et al. 2016, S. 781

<sup>65</sup> Vgl. Kuhn 2008, S. 69

<sup>66</sup> Vgl. Kuhn 2008, S. XXXI

<sup>67</sup> Vgl. Wittkop 2007, S. 48

Der Total Return wurde in Kapitel 2.3.2 bereits als die wichtigste und am meisten verbreitete Kennzahl zur Messung und dem Vergleich der Immobilienperformance identifiziert. In diesem Abschnitt sollen nun die relevanten und durch das Management beeinflussbaren Stellschrauben der Gesamtrendite näher definiert werden. Abbildung 2 ermöglicht einen Überblick über die Zusammensetzung des Total Returns:

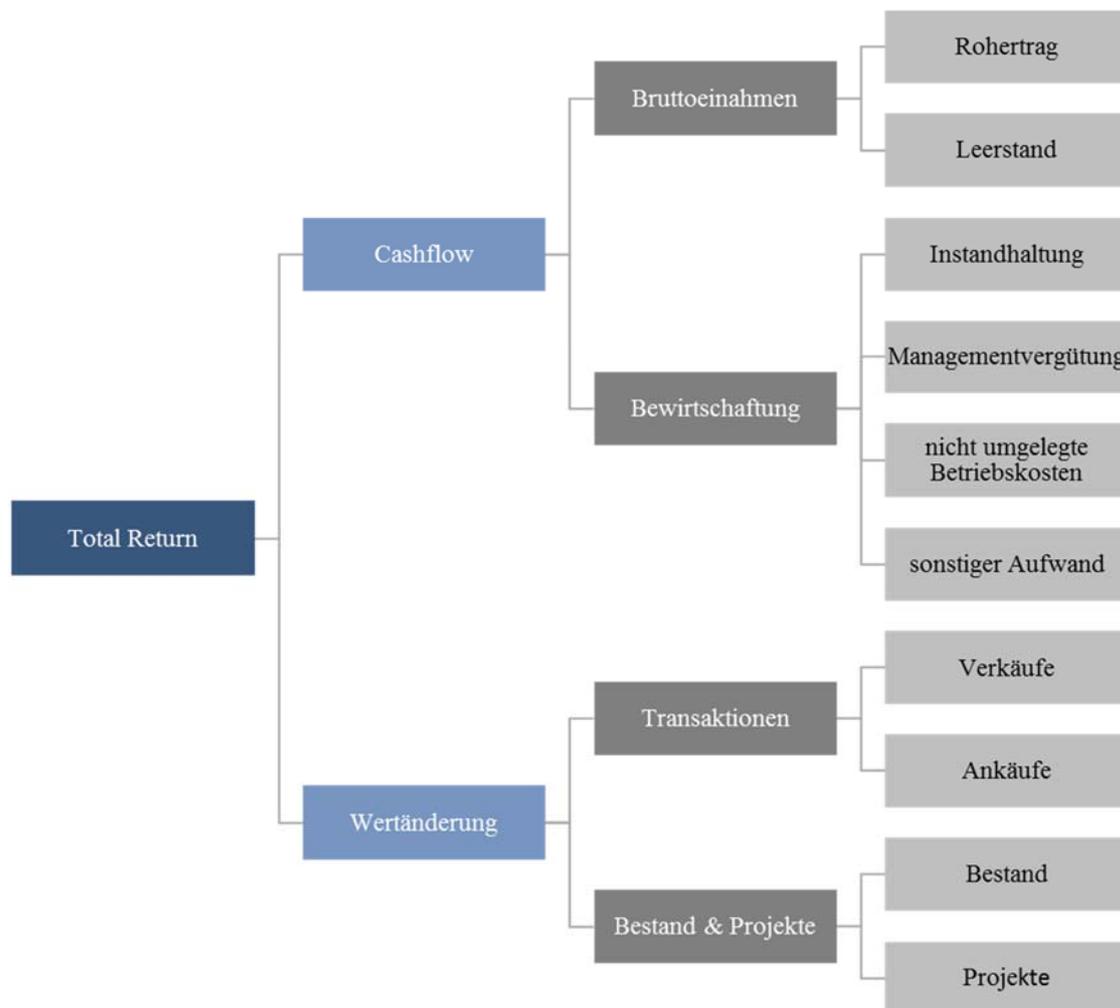


Abbildung 2: Zusammensetzung des Total Returns, in Anlehnung an Deisenrieder (2007), S. 263

#### 2.3.4 *Beeinflussung der Werttreiber*

Ein erfolgreiches Real Estate Portfolio- und Assetmanagement hat einen grossen Einfluss auf den Anlageerfolg. Durch aktive und qualifizierte Manager kann die Performance von Immobilien langfristig optimiert werden. Eine nachhaltige Steigerung des Verkehrswertes wie auch die Senkung der Betriebs- und Nebenkosten im jeweils bis zweistelligen prozentualen Bereich sind möglich.<sup>68</sup> Der qualifizierte Portfolio- und Assetmanager wird

<sup>68</sup> Vgl. Teichmann 2007, S. 18

dabei als proaktiv, professionell, interdisziplinär und international ausgerichtet beschrieben. Eine fundierte Marktexpertise und somit lokales Know-how und ein breites Netzwerk sind weitere wichtige Voraussetzungen.<sup>69</sup> Zur Erzielung eines höchstmöglichen Gewinns, benötigt es zudem ein effizientes Management der Prozessabläufe und die richtigen Marktentscheidungen.<sup>70</sup>

In Bezug auf den Total Return wird die Beeinflussung der Wertänderung im Allgemeinen als schwieriger bezeichnet, da sich die Verkehrswerte und Anschaffungspreise in der Regel am Markt orientieren.<sup>71</sup> Potenziale ergeben sich hier bei Bestands- und Projektentwicklungen sowie im Transaktionsmanagement. Da Projektentwicklungen mit einem grossen Risiko einhergehen, sind sie zurückhaltend anzugehen und stets kritisch zu prüfen. Angesichts der heutigen Situation auf dem Transaktionsmarkt gewinnt die Ertragssteigerung im Bestand zunehmend an Bedeutung. Empirische Studien haben zudem gezeigt, dass sich eine risikoadjustierte Überperformance (Alpha) nur mit dem strategischen Fokus auf hohe Netto-Cashflows realisieren lässt.<sup>72</sup> Der Fokus liegt dabei auf der Optimierung der Einnahmen und Einsparungen bei den Ausgaben.<sup>73</sup> Füss, Richt und Thomas stellten 2012 in ihrer Untersuchung fest, dass die Kosten bei Wohnimmobilien einen signifikanten Einfluss auf den Total Return haben und durch deren Einsparung das Erzielen einer Überrendite möglich ist.<sup>74</sup>

Neben der Portfoliostrategie (Risiko/Rendite-Profil, geografische Diversifikation, Halte-dauer, Anlagevolumen usw.) und der Objektstrategie (Ausnutzen zyklischer Effekte, Identifikation und Eliminierung von Wertvernichtern und Erkennen von Wertsteigerungspotenzialen) identifiziert Lehner 2010 sechs weitere Wertsteigerungshebel. So lassen sich zum Beispiel durch Projektentwicklungsmassnahmen Gewinne erzielen und der Wert des Portfolios nachhaltig steigern.<sup>75</sup> Mit zielgerichteten Investitionen kann das Image der Immobilie zudem positiv beeinflusst werden. Durch strategisches Instandhal-

---

<sup>69</sup> Vgl. Engelhardt 2009, S. 172

<sup>70</sup> Vgl. Samuelson/Nordhaus 2010, S. 234

<sup>71</sup> Vgl. Engelhardt 2009, S. 172

<sup>72</sup> Vgl. Michell/Bond 2007

<sup>73</sup> Vgl. Hoerr 2011 zit. in Pelzeter/Trübstein 2016, S. 304

<sup>74</sup> Vgl. Füss/Richt/Thomas 2012, S. 370

<sup>75</sup> Vgl. Lehner 2010, S. 146

tungsmanagement, das Einkaufsverhalten (wie zum Beispiel Lieferantenstruktur, Skaleneffekte, Verhandlung von Preiskonditionen usw.), ein professionelles Facility Management und die Reduktion nicht umlegbarer Betriebskosten sind Einsparungen bei den Ausgaben zu realisieren.<sup>76</sup> Für einige Anlagegefässe entstehen auch Potenziale durch die Senkung der Kapitalkosten (zum Beispiel durch alternative Finanzierungsmodelle) und die Reduzierung der steuerlichen Belastung. Mit der Erhöhung der Mieterträge (zum Beispiel durch Flächenaufwertungen, Ausschöpfung von Mietpotenzialen, Anpassungen an die Marktmiete usw.) und der Reduktion von Leerständen durch ein proaktives Vermietungsmanagement können die Bruttoeinnahmen gesteigert werden.<sup>77</sup> Die Pflege des Kontakts zu den Schlüsselmieterern wird als weiterer Wertehebel genannt.

Ein professionelles Portfolio- und Assetmanagement legt seinen Fokus auf die relevanten Kosten- und Wertehebel. Bei grossen Immobilienbeständen ist die Kontrolle und Steuerung und somit das Reporting an die vorgelagerte Ebene nur mit integrierten Portfolio-Management-Systemen realisierbar. Auf Unternehmensebene empfiehlt sich der Einsatz von Balanced Scorecards.<sup>78</sup> Der Transparenz und der Verfügbarkeit der Daten kommt eine hohe Wichtigkeit zu. Nur so sind im Rahmen des Controllings aussagekräftige Vergleiche, Szenarioanalysen, Prognosen und Benchmarkings möglich.

## 2.4 Organisation im Real Estate Management

### 2.4.1 *Organisationsformen*

Die organisatorische Gestaltung des Real Estate Managements kann unterschiedlich erfolgen. Es besteht die Möglichkeit zwischen interner oder externer Leistungserbringung beziehungsweise einer Kombination interner und externer Leistungselemente. Das Organisationsmodell (intern/extern) und die Definition des Leistungsumfangs hängen stark von den strategischen Zielen und Vorgaben des Investors ab. Weiter sind auch bestehende Organisations- und Wertschöpfungsstrukturen zu beachten. Grundsätzlich gilt es, die bestmögliche Kosten-Return-Struktur zu finden. Die Auslagerung von Leistungen kann zu einer optimierten Organisationsstruktur beitragen.<sup>79</sup> In Anlehnung an Jicha und

---

<sup>76</sup> Vgl. Deisenrieder 2007, S. 271

<sup>77</sup> Vgl. Deisenrieder 2007, S. 273

<sup>78</sup> Vgl. Lehner 2010, S. 257-258

<sup>79</sup> Vgl. Pelzeter/Trübstein 2016, S. 308

Knolmayer formulierte Kloess 1999 unter anderem die Konzentration auf das Kerngeschäft (strategisches Portfoliomanagement), die höhere Flexibilität, den Risikotransfer, das Ausschöpfen von „Economies of Scale“, den Einsatz neuer Techniken und den Zugang zu Spezialisten als Vorteil einer externen Leistungsvergabe.<sup>80</sup>

Bereits Adam Smith stellte 1776 fest, dass die Arbeitsteilung den grössten Fortschritt in der Produktivität und Spezialisierung der Gewerbstätigkeit brachte. Durch die Spezialisierung war es dem Arbeiter möglich, seine Geschicklichkeit zu steigern, was wiederum seine Leistung verbesserte. Smith war überzeugt, dass neue Methoden zur Effizienzsteigerung viel eher entdeckt werden, wenn die ganze Aufmerksamkeit auf eine Sache gerichtet ist. So konnte die Menge des Wissens beträchtlich vermehrt, der Güteraustausch gefördert und der Wohlstand der Gesellschaft erhöht werden.<sup>81</sup> Diese grundlegenden Gedanken haben auch in der „modernen“ Welt noch Gültigkeit. So hat sich Coase im Jahr 1937 mit der Frage beschäftigt, welche Leistungen im Unternehmen selbst erbracht und welche besser am Markt eingekauft werden sollten.<sup>82</sup> Seine Überlegungen und Modellannahmen wurden später weiterentwickelt und finden sich heute in der Neuen Institutionenökonomie wieder. Die Neue Institutionenökonomie teilt sich in drei Einzeltheorien auf. Der Property-Rights-Ansatz beschäftigt sich mit der Verteilung von Verfügungsrechten an Produktionsfaktoren. In der Transaktionskostentheorie wird untersucht, wie mit der Gestaltung der Übertragung von Verfügungsrechten eine Minimierung der Transaktionskosten erreicht wird. Die Prinzipal-Agenten-Theorie geht der Frage nach, wie ein Interessenausgleich zwischen den Vertragspartnern erzielt werden kann.<sup>83</sup> In den nachfolgenden Abschnitten sollen die beiden zuletzt genannten Theorien näher erläutert werden.

#### 2.4.2 *Transaktionskostentheorie*

Im perfekten Markt von Adam Smith's Theorie der unsichtbaren Hand verfügen Investoren über vollständige Informationen in Bezug auf die Transaktion von Gütern und Dienstleistungen. Es entstehen keine Transaktionskosten für Käufer und Verkäufer. Der per-

---

<sup>80</sup> Vgl. Kloess 1999, S. 101

<sup>81</sup> Vgl. Smith/Stirner 2009, S. 11-26

<sup>82</sup> Vgl. Coase 1937, S. 386-405

<sup>83</sup> Vgl. Gondring/Wagner 2016, S.129

fekte Markt existiert in der Realität nicht. Der Austausch von Gütern und Dienstleistungen führt in der Regel immer zu Transaktionskosten wie zum Beispiel Such-, Vertrags-, Verhandlungs- oder organisatorischen Kosten. Neben unvollkommenem Wettbewerb und Externalitäten gehören unzulängliche Informationen zu den wichtigsten Arten von Marktversagen.<sup>84</sup> In seinem Theorem aus dem Jahr 1937 erklärt Coase die Kosten von Transaktionsformen und findet damit eine Begründung für die Existenz von Institutionen.<sup>85</sup> Die Beschreibung der Transaktionskostentheorie ist auf eine Publikation von Oliver Williamson im Jahr 1985 zurückzuführen.<sup>86</sup> Sein zentraler Gedanke ist, die Abhängigkeit zwischen den Institutionen (Unternehmen/Organisationen, Märkte, Rechtssysteme usw.) und dem menschlichen Verhalten zu beschreiben. Darauf aufbauend formuliert er effiziente Regeln zur Koordination wirtschaftlicher Aktivitäten.<sup>87</sup> Es werden die drei Institutionsformen Markt, Hierarchie und Hybrid unterschieden:

- Markt (klassischer Vertrag): kurze Dauer; präzise Bestimmung des Gegenstands und der Konditionen der Transaktion; begrenzte persönliche Interaktion der Transaktionspartner; Lösung von Konflikten auf dem Rechtsweg
- Hierarchie (relationaler Vertrag): Etablierung einer langfristigen Austauschbeziehung (zum Beispiel Arbeitsvertrag)
- Hybrid (neoklassischer Vertrag): Autonomie der Vertragsparteien unter bilateraler Abhängigkeit; auch nach Vertragsabschluss Entscheidungen, Abstimmung und Kooperation der Transaktionspartner erforderlich (zum Beispiel langfristige Lieferverträge, Franchising, Joint Ventures)

Es geht um das richtige Ausmass an vertikaler Integration, also die Entscheidung, ob Güter oder Dienstleistungen über den Markt erworben oder durch das Unternehmen selbst erbracht werden (Make-or-Buy-Fragestellung). Die Auswahl erfolgt bei diesem Theorieansatz rein aus Effizienzgründen. Alle Organisationsformen haben unterschiedliche Transaktionskosten, welche einen anderen Verlauf haben und abhängig von der Komplexität, dem Ausmass an Unsicherheit und der Häufigkeit einer Transaktion sind. Die Kom-

---

<sup>84</sup> Vgl. Samuelson/Nordhaus 2010, S. 253-255

<sup>85</sup> Vgl. Coase 1937, S. 386-405

<sup>86</sup> Vgl. Williamson 1985

<sup>87</sup> Vgl. Müller-Stewens/Lechner 2016, S. 131-134

plexität einer Aufgabe hängt wiederum von einer Reihe von Argumenten wie zum Beispiel Spezifität und Wiederholbarkeit ab. Güter und Dienstleistungen mit hoher Komplexität werden in der Regel als Hierarchie, also innerhalb der Unternehmung, organisiert. Wenn andere Unternehmen (Märkte) die Koordination kostengünstiger betreiben können als das eigene Unternehmen (Hierarchie), sind Märkte die effizienteren Koordinationsmechanismen. Ziel ist es, für jeden Aufgabentyp die passende Koordinationsform zu finden.<sup>88</sup>

Weiter unterstellt der Transaktionskostenansatz zwei Grundannahmen über das menschliche Verhalten: begrenzte Rationalität und Opportunismus. Die begrenzte Rationalität, geht davon aus, dass es den Akteuren nicht gelingt, sich vollständig rational zu verhalten. Einerseits verursachen die Informationsbeschaffung und -verarbeitung hohe Kosten. Andererseits können unmöglich alle Eventualitäten in den Vertrag aufgenommen werden. Das Problem wird durch den Opportunismus verstärkt. Opportunismus bedeutet, dass die Vertragspartner stets zu ihrem eigenen Vorteil handeln, zum Beispiel durch Verschweigen oder Fälschen von Informationen und das Nichteinhalten von Versprechungen. Um einen Interessenausgleich herzustellen, sichern sich die Akteure mit umfassenden Vertragswerken ab, was wiederum die Transaktionskosten erhöht. Dies führt am Ende zu guten, ökonomisch sinnvollen, aber niemals optimalen Lösungen.<sup>89</sup>

Übertragen auf die Beziehung zwischen einem Investor und dem externen Portfolio- oder Assetmanager bedeutet dies, dass die Verträge so ausgestaltet sein müssen, dass der externe Manager selber daran interessiert ist, innerhalb des ihm zur Verfügung stehenden Handlungsspielraums einen möglichst hohen Shareholder Value zu erzielen. Die Einhaltung der vertraglichen und organisatorischen Regelungen ist zu kontrollieren. Dabei stellt eine objektive Messung der Leistung des externen Managers die grösste Herausforderung dar.<sup>90</sup>

---

<sup>88</sup> Vgl. Müller-Stewens/Lechner 2016, S. 131-134

<sup>89</sup> Vgl. Erlei/Leschke/Sauerland 2016, S. 175-179

<sup>90</sup> Vgl. Müller-Stewens/Lechner 2016, S. 131-134

### 2.4.3 *Prinzipal-Agenten-Theorie*

Wie in Unterabschnitt 2.4.1 dargelegt, kann es sich aus Gründen der Effizienz lohnen, gewisse Dienstleistungen auszulagern. Durch diese Arbeitsteilung beziehungsweise den Austausch von Dienstleistungen oder Informationen entstehen Kooperationsbeziehungen zwischen den Wirtschaftsakteuren. Den Kooperationspartnern wird dabei primär ein eigennütziges und opportunistisches Verhalten unterstellt. Jeder Akteur strebt nach Verfügungsrechten (property-rights). Durch divergierende Ziele und Ressourcen sowie einen unterschiedlichen Informationsstand kommt es zu Interessenkonflikten. Den ersten ökonomischen Ansatz zur Erfassung der Konflikte zwischen Auftraggeber (Prinzipal) und Auftragnehmer (Agent) beschrieben Jensen und Meckling in ihrem 1976 publizierten Aufsatz „Theory of the Firm“.<sup>91</sup> Die Prinzipal-Agenten-Theorie geht davon aus, dass Menschen über unvollständige Informationen verfügen, wenn sie das Handeln anderer beurteilen sollen. Zentrales Element der Theorie ist die Untersuchung möglicher Konsequenzen von asymmetrischer Information zwischen Vertragspartnern. Nachstehend sollen die beiden Anreizprobleme Adverse Selection (Negativauslese) und Moral Hazard (moralisches Risiko) näher erläutert werden.

Bei der Delegation von Aufgaben und der Wahl des Agenten ist der Prinzipal auf neutrale Informationen angewiesen. Der Agent trifft Entscheidungen, deren Konsequenzen der Prinzipal zu tragen hat. Weshalb der Wahl des externen Dienstleisters besondere Beachtung geschenkt werden sollte. Bereits vor Vertragsabschluss (ex ante) sieht sich der Prinzipal mit dem Problem der adversen Selektion konfrontiert. Da er die verborgenen (Kompetenz- und Leistungs-)Eigenschaften des Agenten (hidden characteristics) nicht kennt, hat er gegenüber dem Agenten einen Informationsnachteil. Diese Informationsasymmetrie kann der Agent zu seinem Vorteil ausnutzen. Nach Vertragsabschluss (ex post) entsteht das Problem von Moral Hazard. Moral Hazard beschreibt ein unehrliches und fahrlässiges Verhalten des Agenten. Dabei werden hidden information und hidden action unterschieden. Hidden information liegt vor, wenn der Prinzipal aufgrund mangelnder Fachkenntnisse nicht in der Lage ist, das Verhalten des Agenten zu beurteilen. Wählt der Agent eine Aktion, die vom Prinzipal nicht beobachtet werden kann, wird von hidden action gesprochen.<sup>92</sup>

---

<sup>91</sup> Vgl. Jensen/Meckling 1976, S. 305-360

<sup>92</sup> Vgl. Voigt 2009, S. 85-86

Zur Reduktion der typischen Probleme von Agency-Beziehungen kommen unterschiedliche Mechanismen (governance mechanisms) in Betracht. Diese werden unterteilt in Anreiz-, Kontroll- und Informationsfunktionen. Für die Vermeidung von Adverse Selection stehen dem Prinzipal zum Beispiel das Screening und das Signaling zur Verfügung. Beim Screening wird versucht, durch Qualitätsprüfungen, Leistungstests oder Referenzen mehr über den Agenten zu erfahren. Das grösste Problem bildet dabei jedoch die Definition aussagekräftiger und messbarer Merkmale. Beim Signaling ist der Agent bemüht, auf seine Kosten die Informationsasymmetrie zu reduzieren, in dem er, zum Beispiel durch Zertifikate oder Referenzen, dem Prinzipal Informationen über seine verborgenen Eigenschaften sendet.

Durch Anreizsysteme kann Moral Hazard reduziert werden. Eine effiziente Anreizgestaltung liegt in der Vereinbarung von ergebnis- und performanceorientierten Vertragsbestandteilen wie zum Beispiel Service Level Agreements (SLAs) und Key Performance Indicators (KPIs). Auch erfolgsabhängige Vergütungen wie Gewinn- oder Verlustbeteiligungen und Gegengeschäfte können zur Reduzierung des Interessenskonflikts beitragen. Ein Problem von ergebnisorientierten Verträgen liegt darin, dass das Ergebnis auch von Umweltfaktoren abhängig ist, welche der Agent nicht beeinflussen kann.<sup>93</sup> Der Definition der Bemessungsgrundlage kommt somit eine hohe Bedeutung zu. Ein Vergütungssystem sollte fair, zielkongruent, inhaltsbezogen und transparent sein. Den Empfehlungen von Kloess folgend besteht es aus einer Basiskomponente sowie einer vermögenswert- und einer ergebnisabhängigen Komponente.<sup>94</sup>

Die Einrichtung von Kontrollsystemen wird in der Prinzipal-Agenten-Theorie als weitere Variante beschrieben, um Moral Hazard entgegenzuwirken. In umfassenden Verträgen wird für jeden nur erdenklichen Fall geregelt, wie der Agent zu handeln hat. Negative Vertragsverletzungen werden sanktioniert. Die Wirksamkeit von Kontrollsystemen beurteilt die Theorie als gering, da ihnen der positive Leistungsanreiz fehlt.<sup>95</sup> Ferner ist neben der Vereinbarung von vertraglichen und organisatorischen Regelungen auch deren Einhaltung zu kontrollieren. Die Arbeit des Agenten kann der Prinzipal nur eingeschränkt

---

<sup>93</sup> Vgl. Alparslan 2006, S. 28-33

<sup>94</sup> Vgl. Kloess 1999, S. 233

<sup>95</sup> Vgl. Alparslan 2006, S. 28-33

und nicht kostenlos beobachten und messen. Neben den im vorhergehenden Unterabschnitt erwähnten Transaktionskosten, entstehen dem Prinzipal Agenturkosten (agency costs) in Höhe der Kontrollkosten, der Garantiekosten und seines verbleibenden Wohlfahrtsverlusts. Die Wahl des geeigneten Kontrollausmasses basiert auf der Höhe der Kontrollkosten.<sup>96</sup>

Als dritter Mechanismus stehen dem Prinzipal Informationssysteme zur Bewältigung von Agenturproblemen zur Verfügung. Durch die Ausweitung der Rechenschaftspflichten des Agenten, die Einbeziehung von Leistungsvergleichen oder die Einrichtung von Kostenrechnungssystemen wird die Transparenz im Handlungsbereich des Agenten erhöht und die Information über exogene Störgrößen verbessert. Für den Agenten wird gleichzeitig die Möglichkeit zur Täuschung des Prinzipals und eine opportunistische Ausnutzung der Situation reduziert. Auch bei diesem Lösungsansatz entstehen dem Prinzipal Agenturkosten. Weiter ist zu beachten, dass Informationssysteme alleine keine positiven Anreize für den Agenten setzen, weshalb auch sie in der Regel nur in Verbindung mit den beiden anderen Mechanismen eingesetzt werden sollten.<sup>97</sup>

Schlussfolgernd bildet die Definition optimaler Verträge, welche den Agenten motivieren, seine Aufgabe im Rahmen des ihm zur Verfügung stehenden Handlungsspielraums so auszuführen, dass der daraus entstehende Nutzen für den Prinzipal möglichst gross ist, die zentrale Herausforderung.<sup>98</sup> Der Handlungsspielraum sollte dabei den geschäftlichen Erfordernissen entsprechen und die Agentur- und Transaktionskosten dürfen den durch die externe Vergabe erlangten Mehrwert nicht übersteigen. Bei einer erfolgsbasierten Vergütung ist auf eine klare Definition der Bemessungsgrundlage zu achten.<sup>99</sup> Aus Sicht des Dienstleisters zählen Fachkenntnis, Potenzial, Wissen und Fähigkeiten sowie Stärke der Kundenbeziehung und die Reputation zu den kritischen Erfolgsfaktoren. Durch die interdependenten Beziehungen der einzelnen Faktoren ist der intelligenten Abstimmung erhöhte Beachtung zu schenken.<sup>100</sup>

---

<sup>96</sup> Vgl. Pfnür 2011, S. 274-275

<sup>97</sup> Vgl. Ebers/Gotsch 2014, S. 213-214

<sup>98</sup> Vgl. Müller-Stewens/Lechner 2016, S. 134

<sup>99</sup> Vgl. Pelzeter/Trübstein 2016, S. 315

<sup>100</sup> Vgl. Kloess 1999, S. 232

### **3 Empirische Erhebung**

Das vorliegende Kapitel beginnt mit der Einführung in die empirische Erhebung. Im Anschluss erfolgt im Sinne einer positiven Analyse die Bestandsaufnahme der IST-Situation im Bereich Real Estate Portfolio- und Assetmanagement in der Schweiz. Hierfür werden vorab die fünf strukturierten Interviews mit Anbietern von operativen und strategischen Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen ausgewertet. Die Präsentation der Ergebnisse aus der Umfrage bei institutionellen Investoren schliesst das Kapitel ab.

#### **3.1 Einführung in die empirische Erhebung**

Aufgrund mangelnder Forschungserkenntnisse zum vorliegenden Themenkomplex liegt der Untersuchung auch kein explizit ausformuliertes Hypothesensystem zugrunde. Vielmehr konzentriert sich die Studie auf die systematische Sammlung und Erhebung von Daten zum immobilienbezogenen Portfolio- und Assetmanagement. Im Rahmen der empirischen Erhebung wird demgemäss in erster Linie explorativ nach Beziehungsstrukturen im immobilienbezogenen Portfolio- und Assetmanagement gesucht. Dabei wird bewusst ein gesamtheitliches, primär hypothesenerkundendes, in ausgewählten Fällen aber auch hypothesentestendes, Vorgehen gewählt. Die Analyse der aktuellen Situation und Trends im Bereich Real Estate Portfolio- und Assetmanagement erfolgt aus zwei Blickwinkeln. Einerseits werden Anbieter von operativen und strategischen Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen befragt. Andererseits erfolgt eine schriftliche Umfrage bei institutionellen Investoren aus dem Bereich Vorsorge mit Sitz in der Deutschschweiz.

#### **3.2 Interview mit Anbietern von operativen und strategischen Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen**

Um die Einflussmöglichkeiten eines externen Managements auf die Gesamttrendite zu analysieren sowie eine Aussage zur aktuellen Situation und den Trends betreffend Outsourcing von Immobiliendienstleistungen im Bereich Real Estate Portfolio- und Assetmanagement zu machen, wurden fünf strukturierte Interviews mit Anbietern von operativen und strategischen Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen in der Deutschschweiz durchgeführt. Der Interviewleitfaden ist im Anhang einsehbar.

Folgende Personen wurden befragt:

- Herr Marco Corletto, Leiter Portfoliomanagement, Auwiesen Immobilien AG; Winterthur, 25. Mai 2016 (vor Ort)
- Herr Fabian Berni, Head Portfoliomanagement Switzerland, CBRE (Zürich) AG; Zürich, 25. Mai 2016 (vor Ort)
- Herr Roger Zanoli, Leiter Portfoliomanagement, HIG Asset Management AG; Zürich, 30. Mai 2016 (vor Ort)
- Herr Andreas Loepfe, CEO, INREIM AG; Zürich, 6. Juni 2016 (vor Ort)
- Frau Jutta Mauderli, Leiterin Portfoliomanagement, Markstein AG; Baden, 8. Juni 2016 (vor Ort)

### 3.2.1 *Allgemeine Einordnung der Unternehmen*

Die fünf befragten Unternehmen verfügen alle über 1 bis 2 Standorte in der Schweiz. Ein Unternehmen ist auch international vertreten. Die Anzahl der Mitarbeiter im Bereich Real Estate Management liegt bei 3 bis 5. Pro Jahr werden 0.5 bis 1.7 Millionen Schweizer Franken an Umsatz generiert. Zwei Unternehmen wollten dazu keine Angaben machen. Alle Befragten betreuen zwischen 2 und 6 Kunden, welche mehrheitlich den Kategorien Vorsorgeeinrichtung, Stiftung, Family Office und Private Equity-Gesellschaft zugeordnet werden können. Die direkt gehaltenen Immobilienportfolios der einzelnen Kunden (Bezugsgrösse Verkehrswert) bewegen sich zwischen 1 Million und 1 Milliarde Schweizer Franken.

### 3.2.2 *Erkenntnisse im Bereich Werttreiber*

Für alle Befragten ist die Bedeutung der Renditesteigerung hoch (drei Nennungen) bis sehr hoch (eine Nennung). Ein Interviewpartner macht die Bedeutung vom Kunden abhängig. Generell wird für Vorsorgeeinrichtungen die Sicherheit als wichtiger eingestuft. Bei ökonomisch getriebenen Kunden ist die Rendite der zentrale Punkt.

Bei der Frage nach den wichtigsten Treibern für den Anlageerfolg divergieren die Antworten sehr stark. Nennungen gab es in folgenden Bereichen:

- Diskontsatz, Mietzinserhöhungen, Unterhaltskosten
- Richtige Investitionspolitik: Mikro-/Makrolage, Nutzungsart/-mix
- Baulicher Zustand
- Anlagevolumen (Skaleneffekte)
- Aktives Management
- Objektbusinessplan
- Nachhaltige Entscheide

In einem Punkt sind sich alle einig: die Objektstrategie hat eine hohe bis sehr hohe Wichtigkeit in Bezug auf die Gesamtrendite. Wobei der Kostenseite eher eine geringere Bedeutung zugemessen wird.

Die Asset Allocation in Bezug auf direkt gehaltene Immobilien ist teilweise durch Rahmenbedingungen, wie zum Beispiel die BVV2, sowie die Strategie des Investors vorgegeben. Die Dienstleister sehen sich in diesem Bereich eher als Berater – entsprechend fällt auch die Beurteilung der Wichtigkeit sehr unterschiedlich aus. Das Anlagevolumen wird aufgrund möglicher Skaleneffekte als entscheidend eingestuft.

Die Portfoliostrategie wird oft gleich gesetzt mit der Asset Allocation. Wenn sie eine suboptimale Struktur aufweist und Verbesserungen möglich sind, hat sie eine hohe Wichtigkeit. Ansonsten wird Active Trading, gerade im heutigen Marktumfeld, nicht empfohlen. Auch hier sind die Dienstleister eher beratend tätig und unterstützen den Investor bei der Ausarbeitung oder periodischen Überprüfung seiner Portfoliostrategie.

Den Mieterträgen wird eine hohe bis sehr hohe Bedeutung zugeschrieben. Sie werden als der zentrale Werttreiber genannt. Grundsätzlich sind sie abhängig von der Objektstrategie. Handelt es sich um eine Cash Cow beziehungsweise ein Grundstück, das hinuntergewirtschaftet und dann neu überbaut werden soll, sind die Mieterträge nicht so wichtig. Soll ein Objekt jedoch verkauft werden, sind die Mieterträge zentral. Eine saubere Analyse und die Orientierung an Marktmietzinsen werden als wichtige Massnahmen genannt.

Überraschenderweise wird das Mietzinspotenzial eher selten systematisch ausgewertet. Viel häufiger erfolgt eine jährliche Erhebung der Marktmieten mit daraus abgeleiteten Vorgaben für die Vermietungsstrategie an den Bewirtschafter. Der Portfoliomanager übernimmt dabei eine Steuerungs- und Kontrollfunktion.

Den Unterhaltskosten wird eine eher mittlere Bedeutung beigemessen. In der Regel sind diese schon optimiert und die Anzahl Mieterwechsel kann nicht beeinflusst werden. Mit dem Abschluss von Rahmenverträgen und einer periodischen Überprüfung einzelner Kostengruppen wie zum Beispiel Versicherung, Wasser oder Strom sind Einsparungen möglich. Als wichtig werden auch in diesem Zusammenhang die klaren Budgetvorgaben an den Bewirtschafter und Mehrjahresvergleiche bezeichnet.

Bei den Bewirtschaftungskosten wird zweimal erwähnt, dass die Qualität beziehungsweise die Leistung viel wichtiger sind als die Kosten. Es wird auch Wert daraufgelegt, dass der Bewirtschafter nicht zu viele Objekte betreut. Beeinflussungsmöglichkeiten sehen die Portfoliomanager in periodischen Ausschreibungen und der Ausgestaltung des Bewirtschaftungsvertrags.

In Bezug auf die Kapitalkosten gehen die Meinungen extrem stark auseinander. Die einen sehen hier praktisch keine Bedeutung, weil die Finanzierung für ihre Kunden (Vorsorgeeinrichtungen) keine Rolle spielt oder durch den Investor selbst bestimmt wird. Andere erachten sie als den Werttreiber, der am einfachsten und mit der grössten Wirkung beeinflusst werden kann. Gute Finanzierungsstrukturen mit mehreren Banken, das Einholen von Konkurrenzofferten, die Prüfung alternativer Finanzierungen und das Verhandeln von Verträgen für Co-Investments werden als Werttreiber genannt.

Für die Befragten liegen die Schlüsselfaktoren für eine positive Beeinflussung des Anlageerfolgs bei einem aktiven Management, fehlerlosem Arbeiten und dem rechtzeitigen Ergreifen von Chancen.

Als Instrumente für die Erfolgsmessung werden unter anderem kundenspezifische Reports, der Vergleich der Gesamtrendite mit einem Benchmark (genannt wurden MSCI,

IAZI und KGAST), Peer-Group-Vergleiche mit anderen Dienstleistern und Soll-Ist-Abgleiche erwähnt. Durch die Heterogenität der Immobilien erachten sie die Messung von Fähigkeit und Qualität des Portfolio- und Assetmanagers als praktisch unmöglich.

Einschränkungen bei der Beeinflussbarkeit der Werttreiber sehen die befragten Unternehmen bei den Vorgaben des Investors, den gesetzlichen Rahmenbedingungen (genannt wurden Mietrecht, Baurecht und BVG), der Bürokratie, dem Markt (Angebot und Nachfrage) und dem wirtschaftlichen Umfeld.

### 3.2.3 *Erkenntnisse zur Organisation von Real Estate Management Dienstleistungen*

Eine externe Vergabe von Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen erfolgt oft aus Kapazitätsgründen und Kostenüberlegungen. Weiter werden die eigene fehlende Professionalität (Erfahrung, Know-how, Expertise), das Netzwerk und die Möglichkeit der Nutzung von Skaleneffekten durch die Dienstleister als Auslagerungsgrund erwähnt. Für Investoren, die eine externe Vergabe prüfen, sind Immobilien oft nicht das Kerngeschäft oder sie verfügen über kein eigenes internes Management. Da externe Dienstleister austauschbar sind und sich am Markt behaupten müssen, sind sie überzeugt, effizienter und zielorientierter zu sein.

Beim Einsatz von ergebnis- und performanceorientierten Vertragsinstrumenten zeigt sich die Situation sehr unterschiedlich. Im international tätigen Unternehmen kommen solche Instrumente durchaus zum Einsatz. Diese werden auch immer härter verhandelt. In den angelsächsischen Rahmenverträgen ist umfangreich geregelt, welche Art von Leistung wie entschädigt wird (zum Beispiel prozentualer Anteil an den generierten Mehreinnahmen). Die genaue Messung und Abrechnung gestaltet sich in der Praxis aber als schwierig. Bei den national tätigen Unternehmen sind solche Vertragsinstrumente eher weniger ein Thema. Das Erzielen einer Überschussrendite gehört dort zum Grundsservice. Oft ist bei diesen Unternehmen die einzige Vorgabe, die Immobilienstrategie des Auftraggebers einzuhalten, teilweise erfolgt eine Orientierung am KGAST-Index. Da der Schweizer Markt für Direktanlagen in Immobilien überschaubar ist, benötigt es keine weiteren Anreize. Wenn aber solche Instrumente eingesetzt werden, ist der langfristige Blick (zum Beispiel über 3 Jahre) wichtig. Zielvereinbarungen sind dennoch ein Muss.

Auch bei der Vergütung der externen Dienstleister gibt es Unterschiede. Für die Grundleistung erhalten alle eine fixe Vergütung im Sinne eines %-Anteils vom Verkehrswert (Base Fee). Im Hintergrund steht dabei immer eine Kostenrechnung. Für sehr aufwändige Mandate werden andere Kalkulation gemacht. Bei Anlagevolumen von unter 120 Millionen Schweizer Franken lohnt sich das %-Modell eher nicht. Einige Unternehmen verrechnen Zusatzdienstleistungen (zum Beispiel Projektierung und Begleitung umfassender Sanierungen) nach Stundenaufwand. Drei von fünf Unternehmen haben keinen variablen Anteil in ihren Verträgen vereinbart. Bei einigen Vorsorgeeinrichtungen besteht sogar die Angst, dass bei erfolgsabhängigen Vergütungen zu risikoreich gearbeitet wird. Wo das erfolgsorientierte Honorar zum Einsatz kommt, sind die Dienstleister überzeugt, dass es Anreize setzt, da es einem zwingt, die Effizienz zu steigern.

Die Befragten sind alle mit den heute vorhandenen Verträgen zufrieden. Auf nationaler Ebene gibt es keine Standardverträge. International ist der angelsächsische Standard weit verbreitet. Diese Verträge werden als sehr komplex beurteilt. Die Mehrheit der Befragten (vier Nennungen) vereinbart eher einfache Verträge. Der Leistungsbeschreibung (Grundauftrag/Zusatzauftrag) und die Abrechnungsmethode (Definition Grundpauschale, Zusatzpauschale, Stundenansätze) sind dabei zentrale Punkte und müssen unbedingt klar definiert werden. Periodische Überprüfungen und notwendige Anpassungen werden gemacht. Optimierungspotenzial sehen die Interviewpartner eher im Organisationsmanagement wie zum Beispiel bei den Prozessabläufen.

Für viele ist Vertrauen das Wichtigste in der Vertragsbeziehung. Dieses muss in der Regel über die Jahre erarbeitet werden. Damit dies gelingt, sollten bei der Leistungserbringung möglichst keine Fehler gemacht und auf die Bedürfnisse des Kunden eingegangen werden. Gute Leistung trägt ebenfalls dazu bei. Dem Track Record wird allgemein eine hohe Wichtigkeit zugeschrieben. Wertestandards werden als selbstverständlich erachtet. Für national tätige Unternehmen ist eine einheitliche Sprache und Kultur ausschlaggebend. Bei der Akquise hingegen ist die Reputation relevant.

Als grösste Herausforderung für einen Dienstleister im Bereich Real Estate Portfolio- und Assetmanagement wird von allen die Akquisition neuer Mandate genannt. Ein Markteintritt für neue Anbieter wird als schwierig erachtet. Netzwerk und Beziehungen

sind sehr wichtig. Das Potenzial wird als riesig beurteilt, die Bereitschaft zur Auslagerung ist aber als gering einzustufen. Transparenz und Kompetenz lösen Angst aus. Die Investoren möchten sich nicht selber wegrationalisieren.

Es gibt wenig Anbieter für Dienstleistungen im Bereich Real Estate Management auf dem Schweizer Markt, somit werden auch keine Konzentrationsprozesse erwartet. Die Tendenz von Fremdvergaben ist für zwei Befragte eher rückläufig. Ein Interviewpartner spürt einen Wandel und erachtet eine Öffnung des Marktes in Zukunft als möglich. Ein weiterer erlebt eine enorme Anziehung der Konkurrenz in der Schweiz. Aus seiner Sicht gewinnt externes Management in Zukunft ebenfalls an Bedeutung. Gleichzeitig erwartet er eine Zunahme der Komplexität der Verträge sowie des Preisdruckes in diesem Zusammenhang.

Weiter wurden Herausforderungen rechtlicher Natur und die aktuelle Schwierigkeit zu akzeptablen Renditen in Immobilien zu investieren genannt. Auch die Interessenwahrung des Kunden wird als eine Herausforderung eingestuft.

### 3.3 Umfrage bei institutionellen Investoren

Um eine Bestandsaufnahme bei institutionellen Investoren zu den Themen Werttreiber und Organisation von Real Estate Management Dienstleistungen durchzuführen, wurde ein Fragebogen mit 21 Fragen zusammengestellt. Die Gestaltung der Fragen erfolgte überwiegend nach der Multiple-Choice-Methode. Um unternehmensindividuelle Sichtweisen im Rahmen des explorativen Ansatzes abzubilden, hatten die Institutionen bei ausgewählten Fragen die Möglichkeit, zusätzliche Informationen anzugeben. Die vollständige Fassung des Fragebogens ist im Anhang einsehbar. Die Strukturierung erfolgte in drei Teilbereiche:

- Teil A: Allgemeine Einordnung des Unternehmens
- Teil B: Werttreiber
- Teil C: Organisation von Real Estate Management Dienstleistungen

Entsprechend der Zielsetzung der Untersuchung setzt sich die Grundgesamtheit aus allen Vorsorgeeinrichtungen in der Deutschschweiz zusammen. Davon wurden 314 ausge-

wählte, repräsentative institutionelle Investoren aus dem Bereich Vorsorge (Pensionskassen, Versicherungsgesellschaften und Stiftungen) angeschrieben. Es wurde Wert daraufgelegt, dass kleine und grosse Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen im Sample vertreten sind. Um Streuverluste zu vermeiden, wurden in erster Linie Investoren angeschrieben, von denen bekannt war, dass sie in direkte Immobilienanlagen investieren. Der Erhebungszeitraum dauerte vom 11. Juni 2016 bis 10. Juli 2016 (30 Tage).

In Summe haben 44 Institutionen mit einem Kapitalanlagevermögen in Höhe von 150 Mrd. CHF und einem Immobilienanlagevermögen in der Höhe von 28 Mrd. CHF an der Umfrage teilgenommen. Dies entspricht einer Rücklaufquote von 14.01 Prozent. Da für die vorliegende Studie ein explorativer Forschungsansatz gewählt wurde, besteht kein Anspruch auf Vollständigkeit der Erhebung. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass es zu Verzerrungen (sogenannte bias) gekommen ist, da Institutionen, die eine klare Vorstellung von Real Estate Portfolio- und Assetmanagement, direkten und indirekten Immobilienanlagen und/oder den dazugehörigen Leistungen besitzen sowie direkte und indirekt Immobilienanlagen allokatieren, möglicherweise eher dazu tendierten, den Fragebogen zu beantworten als jene, die sich bislang noch nicht bzw. nicht ausreichend mit dieser Thematik auseinandergesetzt haben. Dies kann unter Umständen eine positive Überzeichnung der Antworten mit sich bringen, weshalb kein Anspruch auf eine Kongruenz zwischen der theoretisch definierten und der tatsächlich durch die Stichprobe repräsentierten Gesamtheit besteht (Repräsentativität). Dennoch erlauben die befragten Unternehmen aufgrund ihres Anlagevolumens, ihrer Herkunft und ihrer Anzahl eine Annahme zur aktuellen Situation im Bereich Real Estate Portfolio- und Assetmanagement bei der untersuchten Zielgruppe und zeigen eine sogenannte Tendenz zur Repräsentativität. Eine Ableitung von Handlungsempfehlungen für die Praxis wird dadurch möglich.

Unter dem Aspekt der Bestandsaufnahme werden die Ergebnisse hauptsächlich mit den Verfahren der deskriptiven Statistik ausgewertet. Um die Diskretion zu wahren, erfolgt die Darstellung in anonymisierter Form.

### 3.3.1 Allgemeine Einordnung der Unternehmen

An der Untersuchung haben 44 Institutionen mit einem Kapitalanlagevermögen in Höhe von 150 Mrd. CHF und einem Immobilienanlagevermögen in der Höhe von 28 Mrd. CHF teilgenommen. Die Angaben basieren auf den deklarierten Verkehrswerten der Umfrageteilnehmer. Wo der Verkehrswert nicht zur Verfügung stand, wurde auf den Buchwert zurückgegriffen. Die Darstellung in Abbildung 3 zeigt, dass die Stichprobe von Pensionskassen dominiert wird (73 % der ausgewerteten Fragebögen).

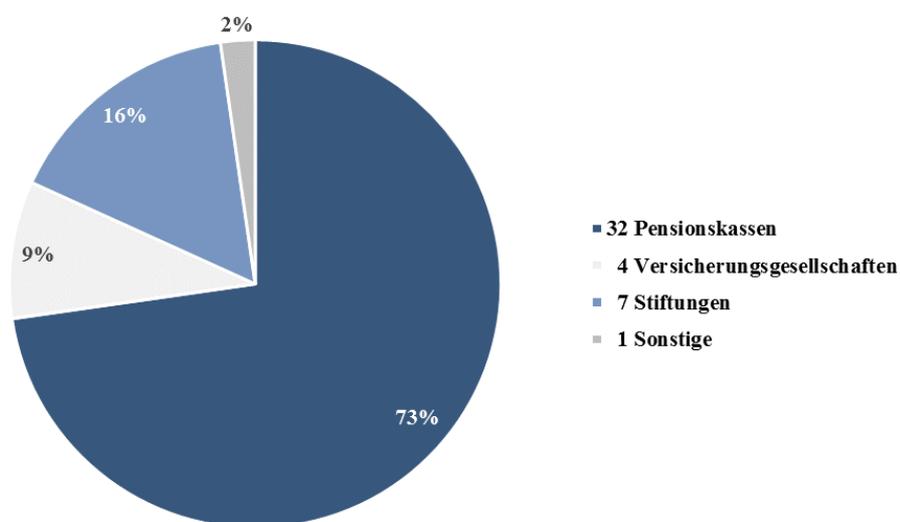


Abbildung 3: Zusammensetzung und Aufteilung der Stichprobe (n = 44)

Beim Vergleich der Anlagevolumina (Minimum, Mittelwert und Maximum) lässt sich in Tabelle 3 weiter erkennen, dass Institutionen mit geringen Kapital- und Anlagevolumina in der Stichprobe übervertreten sind (linksschiefe Verteilung). Die hohe Standardabweichung als Indikator für die Streuung der Stichprobe zeigt auf, dass die untersuchten Unternehmen sehr heterogen sind und sich über eine grosse Bandbreite von Kapital- und Immobilienanlagen erstrecken. Weiter ist ein Wachstum der Immobilienanlagevermögen von 2012 bis 2016 von 23 Prozent feststellbar. Die Immobilienquote liegt im Mittel weiterhin bei hohen 24 Prozent, was das Interesse an dieser Anlagekategorie widerspiegelt.

	Mittelwert	Minimum	Maximum	Standard-Abweichung
Gesamte Kapitalanlagen 2012 (in Mio. CHF)	3.325	3	35.069	6.838
Gesamte Kapitalanlagen 2015 (in Mio. CHF)	3.749	3	36.482	7.389
Wachstum Kapitalanlagen bis 2016 (in %)	16	-71	145	28
Immobilienanlagen 2012 (in Mio. CHF)	546	1	3.4	786
Immobilienanlagen 2015 (in Mio. CHF)	650	1	4	933
Wachstum Immobilienanlagen bis 2016 (in %)	23	-100	115	33
Immobilienquote 2012 (in %)	25	6	100	19
Immobilienquote 2015 (in %)	24	0	100	17
Wachstum Immobilienquote bis 2016 (in %)	6	-100	63	26

Tabelle 3: Anlagevermögen und Immobilienquote der Stichprobe (n = 40)

Abbildung 4 zeigt, dass auch in Bezug auf die Entwicklung in den nächsten 3 Jahren über 65 % der Teilnehmer eine Steigerung im Bereich direkte Immobilieninvestitionen im Inland erwarten und somit den Schweizer Markt als sehr attraktiv beurteilen. 42 % sehen auch eine Steigerung bei den indirekten Immobilieninvestitionen im Ausland. Direkte Immobilieninvestitionen im Ausland scheinen weiterhin kein Thema zu sein. Auch bei den indirekten Immobilieninvestitionen im Inland erwarten 62 % eine Stagnation.

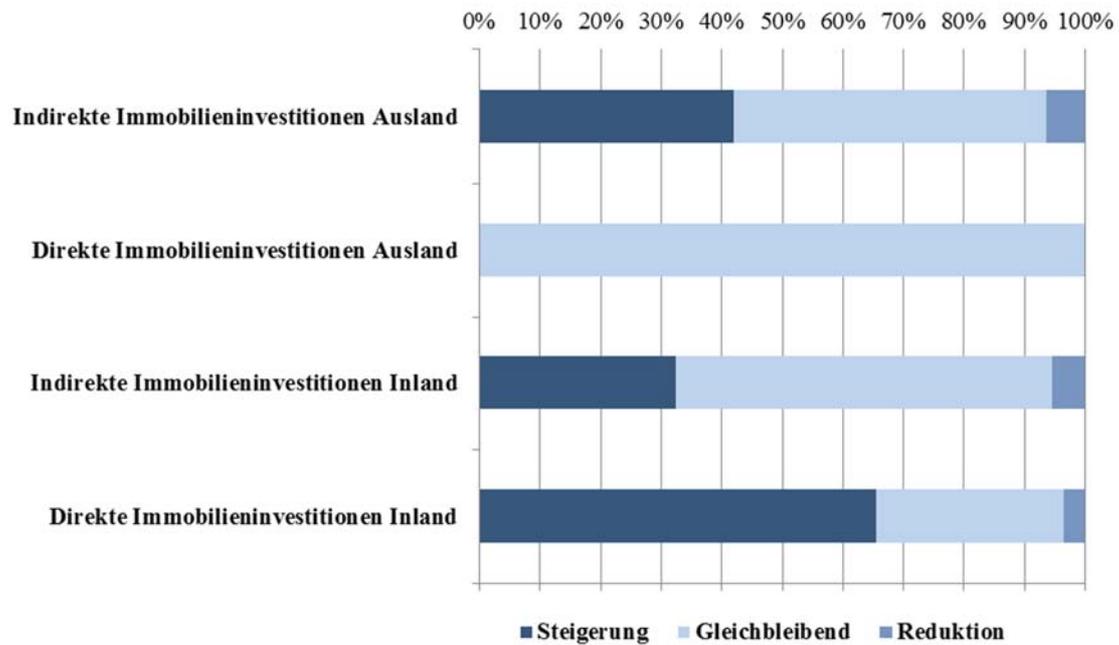


Abbildung 4: Erwartungen der Stichprobe in Bezug auf ihre Immobilienanlagen (n = 23 – 37)

Gemäss dem IPD / Wüest & Partner Schweizer Immobilien Index betrug die Gesamtrendite (Total Return) im Jahr 2015 über alle Liegenschaftskategorien 6.6 Prozent gegenüber 5.3 Prozent im Jahr 2014.<sup>101</sup> Tabelle 4 schafft einen Überblick über die durch die befragten Unternehmen erzielten Renditen sowie deren Entwicklung. Daraus ist ersichtlich, dass der Total Return bei direkten Immobilienanlagen zwischen 2014 und 2015 leicht zunahm. Bei indirekten Immobilienanlagen ist er hingegen gesunken. Die Streuung der Rendite (Standardabweichung) hat insgesamt abgenommen. Das deutet darauf hin, dass sich die Renditen auf den Immobilienmärkten in der Schweiz angleichen und Opportunitäten mit höheren Renditen auf dem heimischen Markt schwieriger zu realisieren sind.

	Mittelwert	Minimum	Maximum	Standard-Abweichung
Direkte Immobilienanlagen Total Return 2014 (in %)	5	2.73	13.3	2
Direkte Immobilienanlagen Total Return 2015 (in %)	5.17	2.95	8.5	1.56
Veränderung (in %)	7.05	-45	80	23.15
Indirekte Immobilienanlagen Total Return 2014 (in %)	7.56	1.5	15.8	3.12
Indirekte Immobilienanlagen Total Return 2015 (in %)	5.94	0.9	13.5	2.49
Veränderung (in %)	-12.26	-79	89	40.54

Tabelle 4: Total Return 2014 und 2015 (n = 40)

---

<sup>101</sup> Vgl. Wüest & Partner 2016

Vorsorgeeinrichtungen gehören zu den sicherheitsorientierten Investoren.<sup>102</sup> Erwartungsgemäss erfolgt somit auch die Nutzungsallokation der Stichprobe mit über zwei Dritteln in Wohnimmobilien. Abbildung 5 macht deutlich, dass Büroliegenschaften mit weitem Abschlag auf Platz 2 folgen.

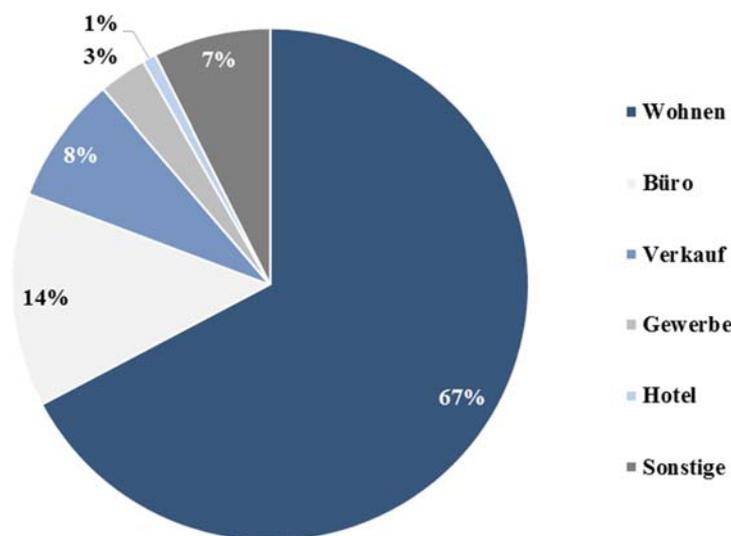


Abbildung 5: Nutzungsallokation der Stichprobe (n = 26)

Im Rahmen der Umfrage wurden die Institutionen aufgefordert, Angaben über ihre aktuelle Organisationsstruktur zu machen. Zu 14 ausgewählten Funktionen wurde gefragt, ob diese Leistungen intern, extern oder in Kombination mit internen und externen Spezialisten erbracht werden. Dabei fällt auf, dass eine Mehrheit der Befragten einen Grossteil der Tätigkeiten intern oder in Zusammenarbeit mit internen Partnern ausübt. Wie nachfolgende Abbildung 6 zeigt, werden nur ausgewählte operative Bereiche wie Mietvertrags-/Flächenmanagement, treuhänderische Eigentümerversammlung, Datenqualitätspflege und Reporting auf Objektebene durch externe Dienstleister erbracht. Auch dort wo fundierte Markt- und Standortexpertise gefragt ist, greifen die Unternehmen gerne auf externe Anbieter zurück. Dies widerspiegelt das tradierte Verständnis des Real Estate Managements in der Schweiz und führt zur Überlegung, ob in diesem Bereich noch Optimierungspotenzial vorhanden ist.

<sup>102</sup> Vgl. Unterabschnitt 2.2.1

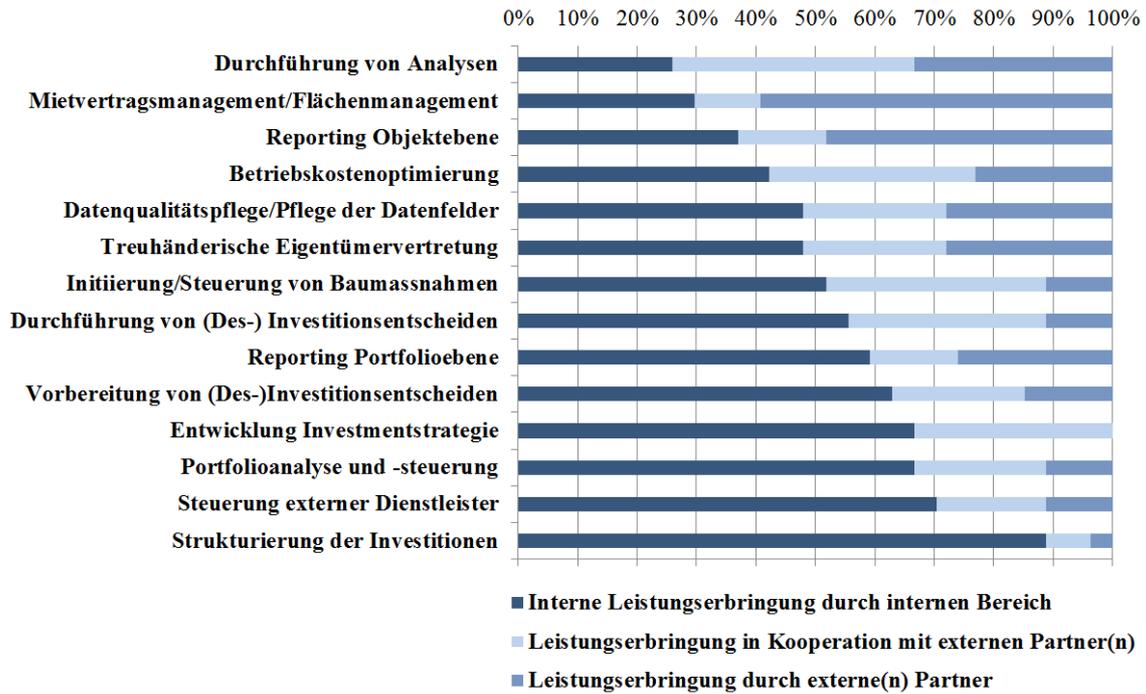


Abbildung 6: Organisationsstruktur im Real Estate Management (n = 27)

Trotz steigender Anlagevolumina hat die Anzahl der Vollzeitstellen im Bereich Investment-, Portfolio-, Asset-, Property- und Facilitymanagement in den letzten fünf Jahren nicht zugenommen, wie Abbildung 7 zeigt.

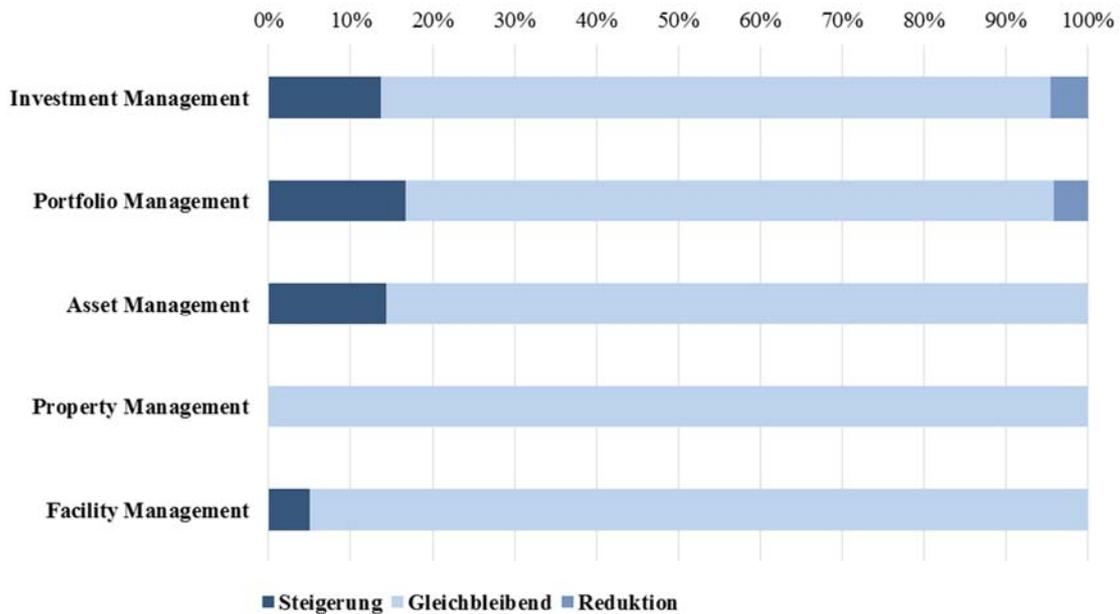


Abbildung 7: Veränderung der Stellenprozent im Real Estate Management in den letzten 5 Jahren (n = 20 - 24)

### 3.3.2 Erkenntnisse im Bereich Werttreiber

Im Anschluss an die Analyse der allgemeinen Einordnung der Unternehmen wurden die Teilnehmer zum Thema Werttreiber befragt. Als erstes stand dabei die Bedeutung der einzelnen Managementziele im Fokus. Abbildung 8 verdeutlicht, dass der Werterhaltung des Bestands eine sehr hohe und allen übrigen Zielen mehrheitlich eine hohe Bedeutung zugemessen wird. Es kann weiter festgestellt werden, dass die Optimierung der Erträge und die Wertsteigerung gegenüber dem Werterhalt von untergeordneter Wichtigkeit sind. Die Zufriedenheit mit dem was ist, überwiegt. Auch dies bestätigt eine tradierte Haltung. Auffällig ist hingegen die Bedeutung der Nutzerzufriedenheit, welche doch einige Nennungen im Bereich mittel bis gering aufweist. Dies überrascht, da sie gemäss Praxiserfahrungen in so einigen Anlagestrategien von Vorsorgeeinrichtungen als Ziel formuliert ist.

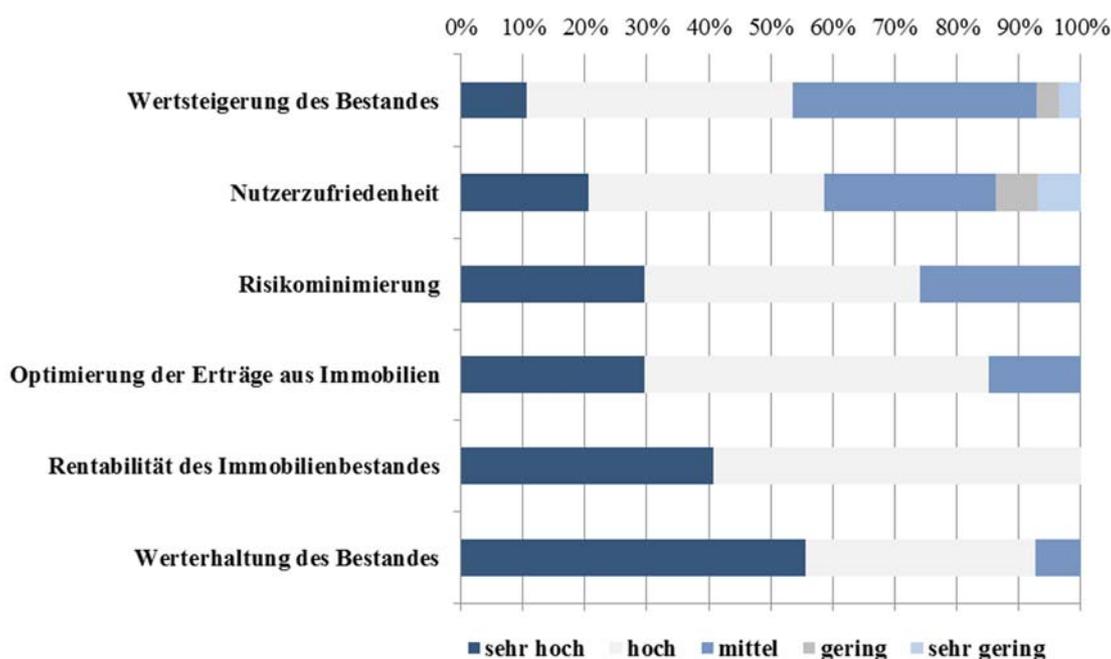


Abbildung 8: Bedeutung der Managementziele (n = 27)

Nachdem allen erwähnten Managementzielen eine hohe bis sehr hohe Bedeutung zugesprochen wird, erachten die Institutionen die Beeinflussbarkeit von Wertsteigerung im Bestand, Nutzerzufriedenheit und Risikominimierung durch das Real Estate Portfolio- und Assetmanagement mehrheitlich als mittel bis gering. Die höchste Beeinflussbarkeit sehen die Befragten bei der Werterhaltung und Rentabilität des Bestandes (Vergleiche Abbildung 9). Auch in diesem Kontext erstaunt, dass der Beeinflussbarkeit der Nutzerzufriedenheit nur geringes Potenzial zugesprochen wird. Aufgrund des tradierten Verständnisses von Real Estate Management sind vielleicht nicht alle Möglichkeiten des Einflusses ausreichend bekannt oder die Schaffung und Erhaltung der Nutzerzufriedenheit wird als Aufgabe des Propertymanagements angesehen.

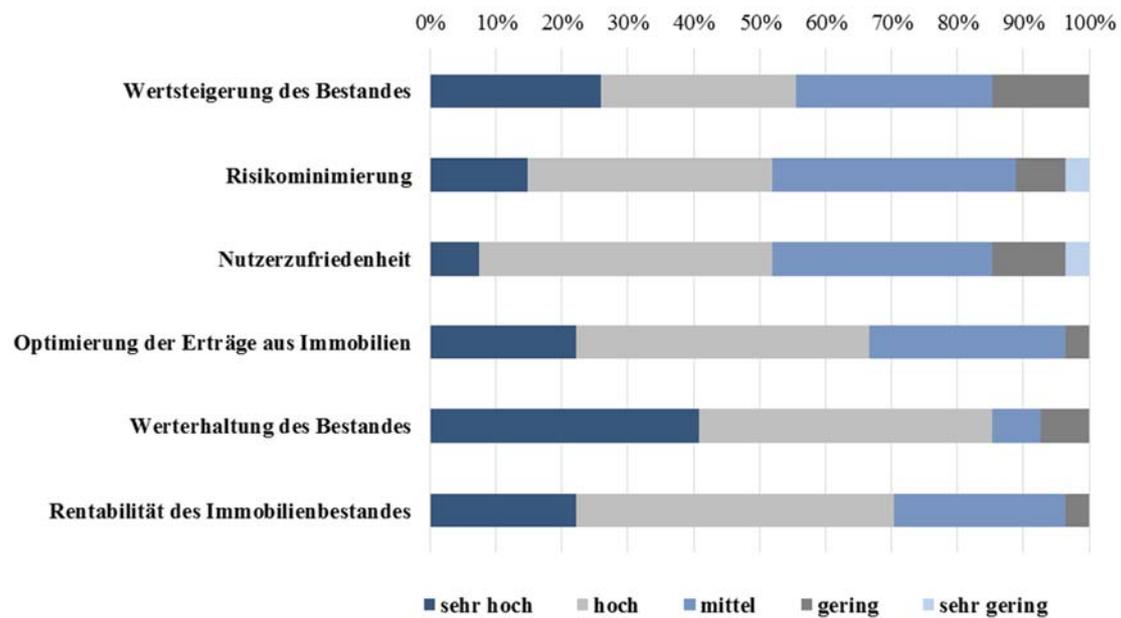


Abbildung 9: Beeinflussbarkeit der Managementziele (n = 27)

Im Zusammenhang mit den Werttreibern der Gesamtrendite wurden die Unternehmen um die Beurteilung der Wichtigkeit von 20 Managementaufgaben zur Erzielung einer höheren Rendite gebeten. Wie Abbildung 10 darstellt, ist die Finanzierung für Vorsorgeeinrichtungen erwartungsgemäss von geringer Bedeutung. Die Strategie wird als einzige Managementaufgabe überwiegend als sehr wichtig definiert. Augenfällig ist, dass in den Bereichen Research, Daten- und Dokumentenmanagement, Compliance sowie Objektbewertung und Verkauf häufig eine neutrale Haltung vorherrscht. Mieterbetreuung, Controlling und Reporting werden hingegen mehrheitlich als wichtig bis sehr wichtig bezeichnet. Die Bedeutung der Mieterbetreuung steht hier im Widerspruch zu den vorgängig gemachten Aussagen.

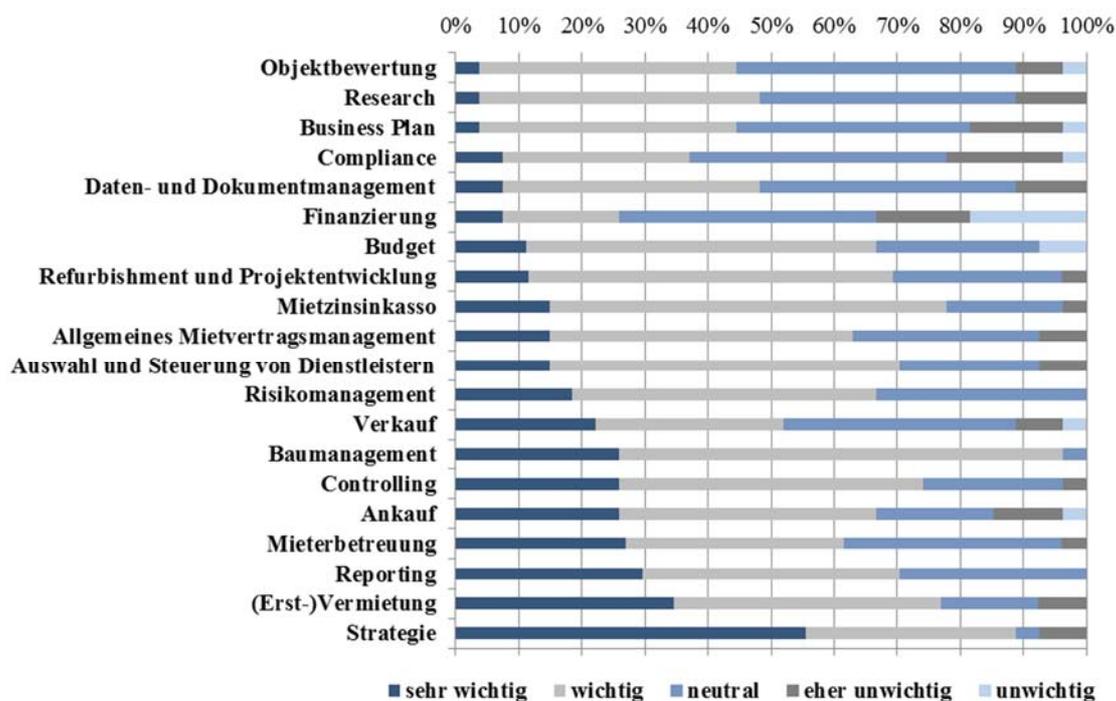


Abbildung 10: Wichtigkeit der Managementaufgaben zur Erzielung einer höheren Rendite (n = 27)

Unterabschnitt 2.3.1 befasste sich mit der Erfolgsmessung und -analyse. Es wurde festgehalten, dass sie im Rahmen des Immobilien-Controllings eine wichtige Rolle übernehmen. Eine zielgerichtete Steuerung des Immobilienportfolios ist nur möglich, wenn bekannt ist, wo dieses im Vergleich zum Markt steht und wo die Ursachen des (positiven oder negativen) Erfolgs liegen. Aus diesem Grund wurden die Investoren nach der Bedeutung von 19 ausgewählten Kennzahlen gefragt.

Die Kennzahlen können in monetäre Faktoren (renditebezogen), objektbezogene Faktoren und vertragsbezogene Faktoren unterteilt werden. Weiter ist eine Unterscheidung der Messbarkeit (messbar/nicht messbar) möglich. Abbildung 11 macht deutlich, dass mehrheitlich renditebezogene und messbare Kennzahlen wie Leerstandquote, Total Return und Netto-Cashflow-Rendite als wichtig bis sehr wichtig eingestuft werden. Für diese Kennzahlen existieren Benchmarks, die einen Vergleich zulassen. Auch die Mehrjahres-Investitionsplanung (monetärer Faktor) hat eine sehr hohe Bedeutung. Für über 80 Prozent ist die Kenntnis über den Energieverbrauch wichtig. Instandhaltungskosten und Instandsetzungskosten pro Quadratmeter sind hingegen weniger relevant. Die hohe Bedeutung der Mieterfluktuation deckt sich mit den Aussagen im vorhergehenden Abschnitt. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge ist hingegen nur von geringem Interesse. Da sie vor allem bei Büro- und Gewerbemietverträgen von Bedeutung ist, ist diese Einstufung unter Berücksichtigung der Nutzungsallokation der Vorsorgeeinrichtungen, verständlich. Dass die Erfassung von Rechtsfällen von eher mittlerer Wichtigkeit ist, überrascht hingegen im heutigen Wirtschaftsumfeld. Eine Erklärung könnte darin zu finden sein, dass deren Ausmass schwer zu definieren ist und es sich in der Regel um individuelle Fälle handelt, die kaum vergleichbar sind. Erstaunlich ist auch, dass der Budgeteinhaltung nur eine mittlere Bedeutung attestiert wird.

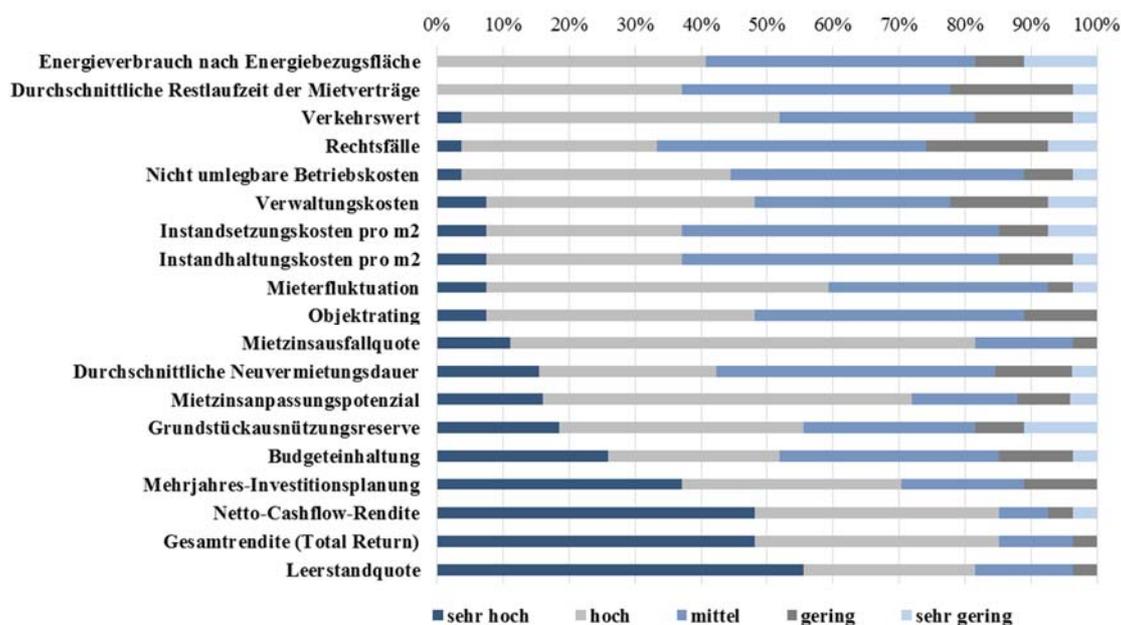


Abbildung 11: Bedeutung der Kennzahlen im Bestandsmanagement (n = 27)

Im Zusammenhang mit der Bedeutung der einzelnen Kennzahlen ist auch die Periodizität ihrer Erfassung von Interesse. Die Investoren wurden gebeten, zu denselben 19 ausgewählten Kennzahlen anzugeben, ob sie diese erheben und wenn ja, in welchen Abständen. Abbildung 12 zeigt schön, dass Kennzahlen, welche als weniger wichtig eingestuft werden (wie zum Beispiel durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge und Rechtsfälle), auch seltener erhoben werden. Leerstand-, Mietzinsausfallquote und Budgeteinhaltung werden hingegen mehrheitlich einmal pro Quartal ausgewiesen. Erstaunlich ist, dass der als wichtig beurteilte Energieverbrauch kaum erfasst wird. Bei allen anderen Kennzahlen erfolgt die Berechnung in der Regel einmal jährlich. Nur die Grundstücksausnutzungsreserve wird nicht so häufig erhoben. Diese Aussage überrascht nicht, da die Grundstücksausnutzungsreserve über die Jahre in der Regel keine grossen Veränderungen erfährt, ausser es kommt zu einer Überarbeitung der Bau- und Zonenordnung.

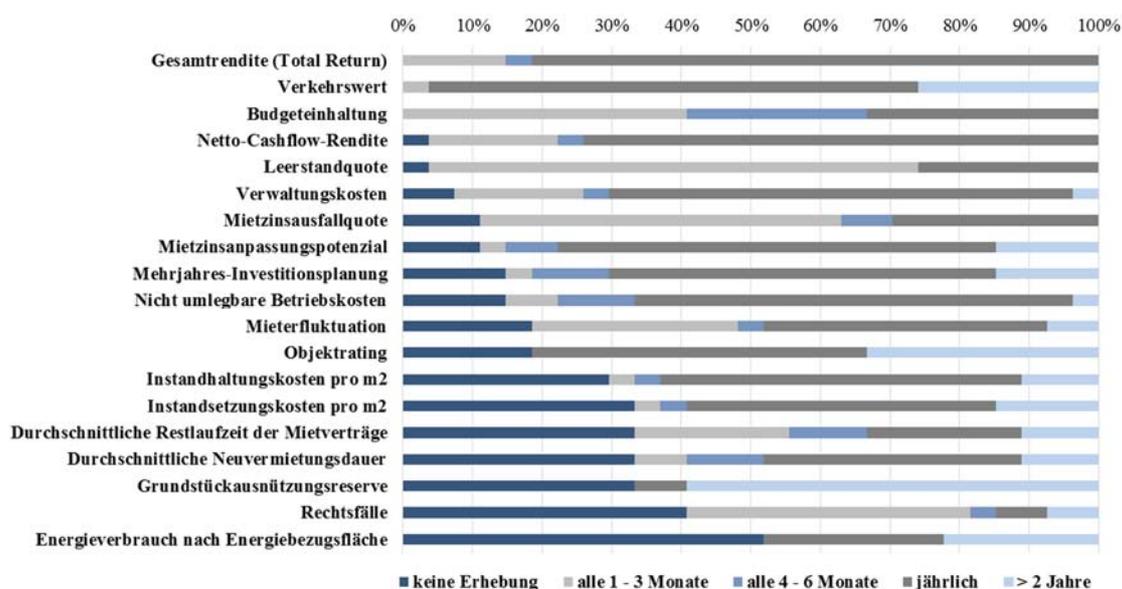


Abbildung 12: Periodizität der Erhebung von Kennzahlen (n = 27)

Auch die Bewertung der Qualität des Informationssystems brachte klare Aussagen hervor. So werden die Verfügbarkeit aller notwendigen Daten und die Datenkonsistenz von Daten unterschiedlicher Quellen von über 70 Prozent der Befragten als hoch bis sehr hoch bezeichnet. Als mittel bis hoch wertet die Mehrheit die Aktualität der verfügbaren Daten, die Effizienz und die flexiblen Auswertungsmöglichkeiten. Wobei Letztere von immerhin 11 % als sehr gering eingestuft werden. Es überrascht weiter, dass ein Drittel die Aktualität der verfügbaren Daten nur als mittel beurteilt. Auch der Online-Zugriff auf die Daten wird mehrheitlich als mittel bis gering gewertet (vergleiche Abbildung 13). Hier stellt sich die Frage, wie der Immobilienbestand ohne aktuelle Daten und flexible Auswertungsmöglichkeiten effizient gemanagt werden kann.

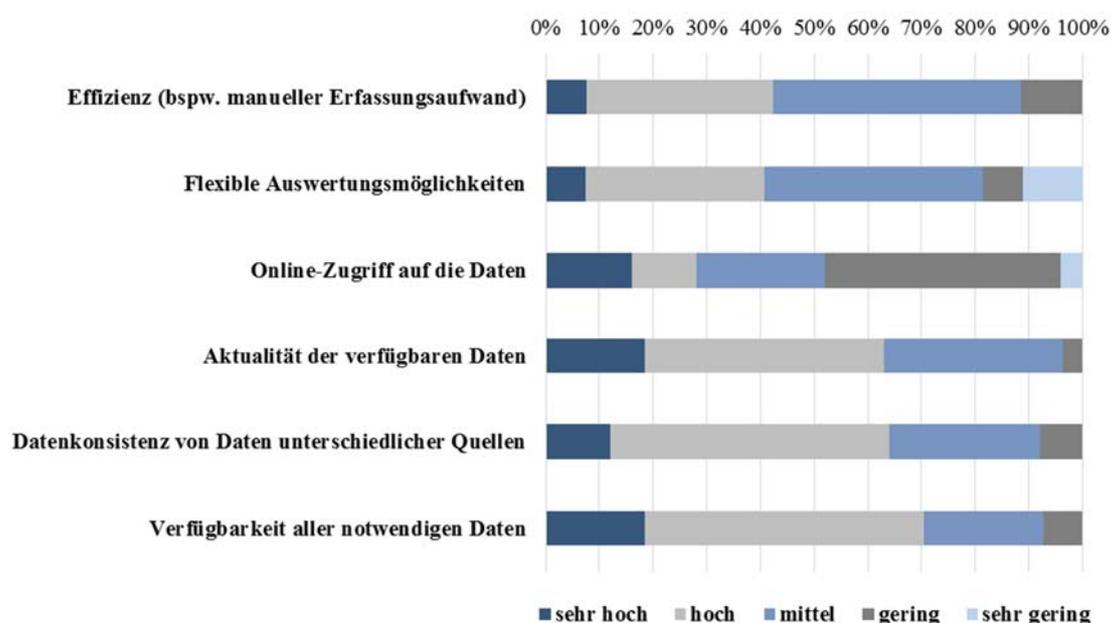


Abbildung 13: Qualität des Informationssystems (n = 25 - 27)

### 3.3.3 Erkenntnisse zur Organisation von Real Estate Management Dienstleistungen

Bereits in Unterabschnitt 3.3.1 wurde festgestellt, dass eine Mehrheit der Befragten einen Grossteil der Tätigkeiten intern oder in Zusammenarbeit mit internen Partnern ausübt. Im dritten Teil des Fragebogens wurden die Institutionen gebeten, nähere Angaben zur Vertragsgestaltung mit externen Dienstleistern zu machen. Dabei gaben über 80 Prozent der Befragten ( $n = 27$ ) an, Dienstleistungen von externen Anbietern im Bereich Portfolio-, Asset- und/oder Propertymanagement in Anspruch zu nehmen.

Über zwei Drittel schliessen dabei unbefristete Verträge ab. 22 Prozent vereinbaren eine feste Vertragsdauer von 2 – 3 Jahren. Die Ausschreibung der Verträge erfolgt in der Regel alle 5 Jahre und mehr beziehungsweise mit einem neuen Projekt oder einer zugekauften Liegenschaft (vergleiche Abbildungen 14 und 15).

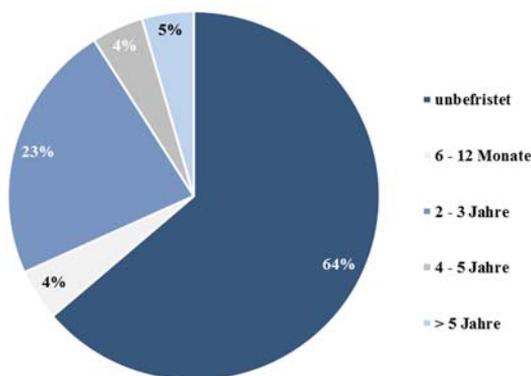


Abbildung 14: Durchschnittlich feste Auftragsdauer ( $n = 22$ )

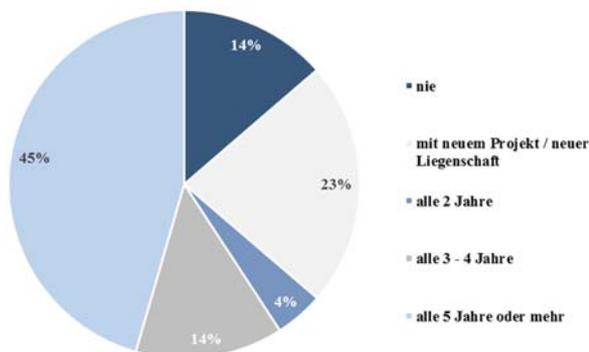


Abbildung 15: Periodizität der Neuausschreibung von Verträgen mit externen Dienstleistern ( $n = 22$ )

Abbildung 16 zeigt, dass ergebnis- und performanceorientierte Vertragsinstrumente bei internen und externen Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen mehrheitlich nicht zum Einsatz kommen. 15 befragte Institutionen setzen intern keines dieser Steuerungsinstrumente ein. Die restlichen 10 vereinbaren intern Service Level Agreements, Key Performance Indicators oder Kapitalbeteiligungen (Mehrfachantworten waren möglich). Bei der Zusammenarbeit mit externen Dienstleistern kommen wenn, dann mehrheitlich Key Performance Indicators oder Service Level Agreements zur Anwendung.

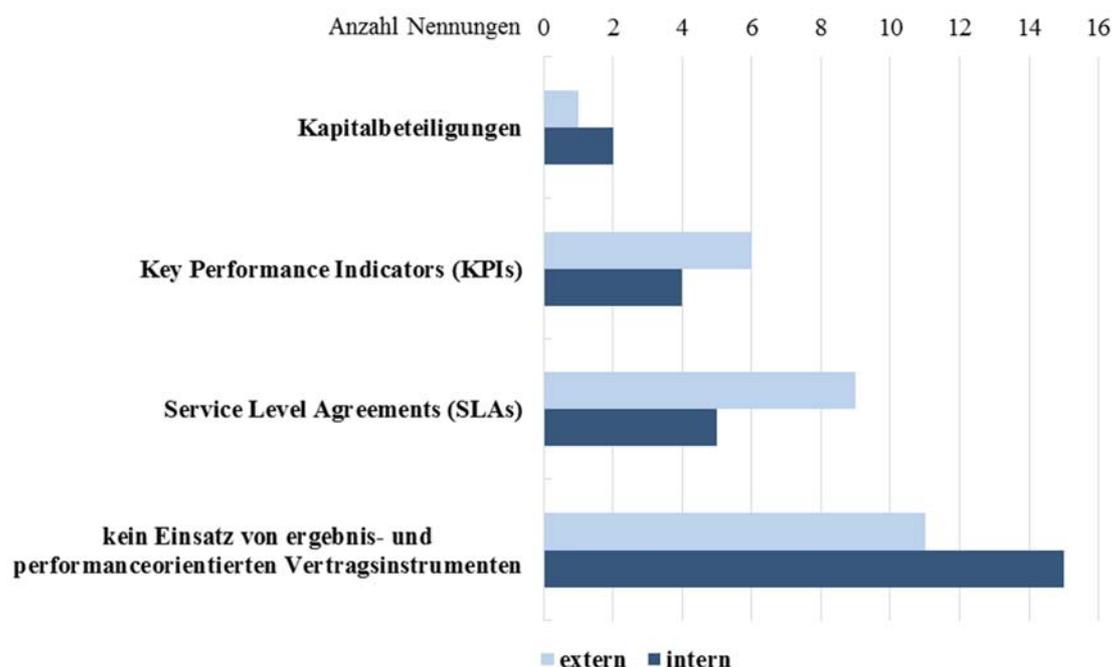


Abbildung 16: Einsatz von ergebnis- und performanceorientierten Vertragsbestandteilen (n = 25)

Die Vergütung des Portfolio- oder Assetmanagers erfolgt hingegen bei einer grossen Mehrheit intern wie extern ausschliesslich durch Fixlohn beziehungsweise eine fixe Vergütung (Zeit-/Pauschalhonorar). Wie Abbildung 17 verdeutlicht, setzen immerhin 9 befragte Unternehmen auf eine Kombination aus beidem. Eine ausschliesslich variable beziehungsweise erfolgsabhängige Vergütung kommt nur bei drei Institutionen zum Einsatz und dies auch nur bei der Entschädigung externer Dienstleister.

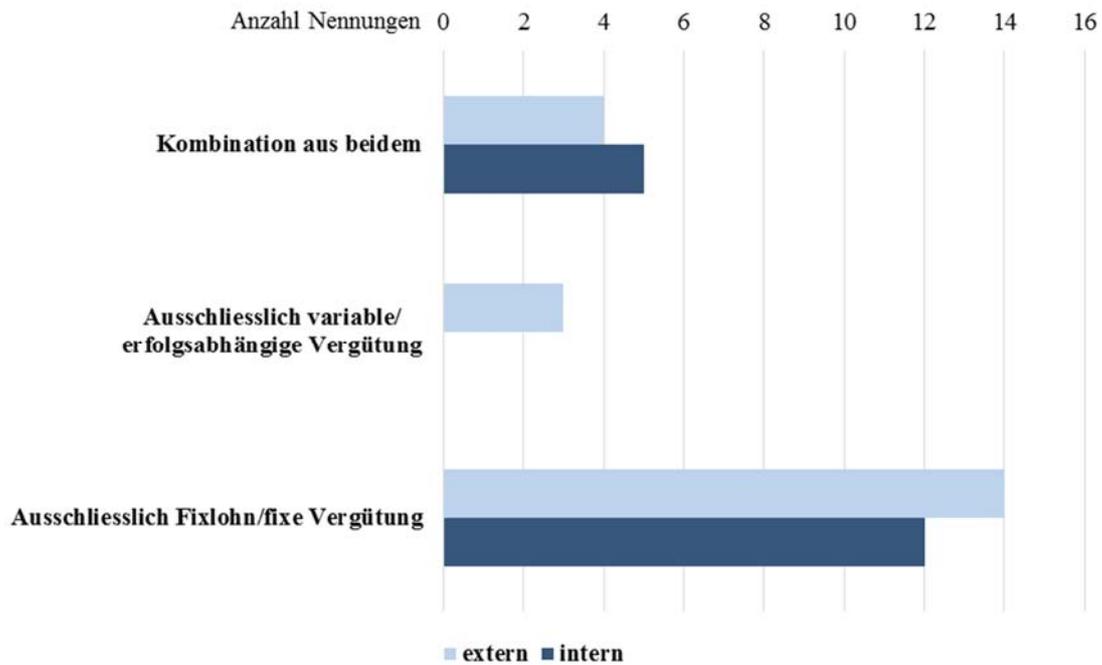


Abbildung 17: Vergütung des Real Estate Portfolio- und Assetmanagers (n = 26)

Als Mess- und Steuerungsinstrumente während der Vertragsdauer kommen hauptsächlich Kennzahlensysteme, Benchmarking und Soll-Ist-Vergleiche zum Einsatz. Balanced Scorecards sowie Prozessanalyse und -management sind weniger häufig anzutreffen. In Abbildung 18 fällt weiter auf, dass bei der Zusammenarbeit mit externen Dienstleistern generell weniger Mess- und Steuerungsinstrumente eingesetzt werden. Eine Koppelung der Mess- und Steuerungsinstrumente mit der Vergütung findet, wie vorgängig erläutert, eher selten statt.

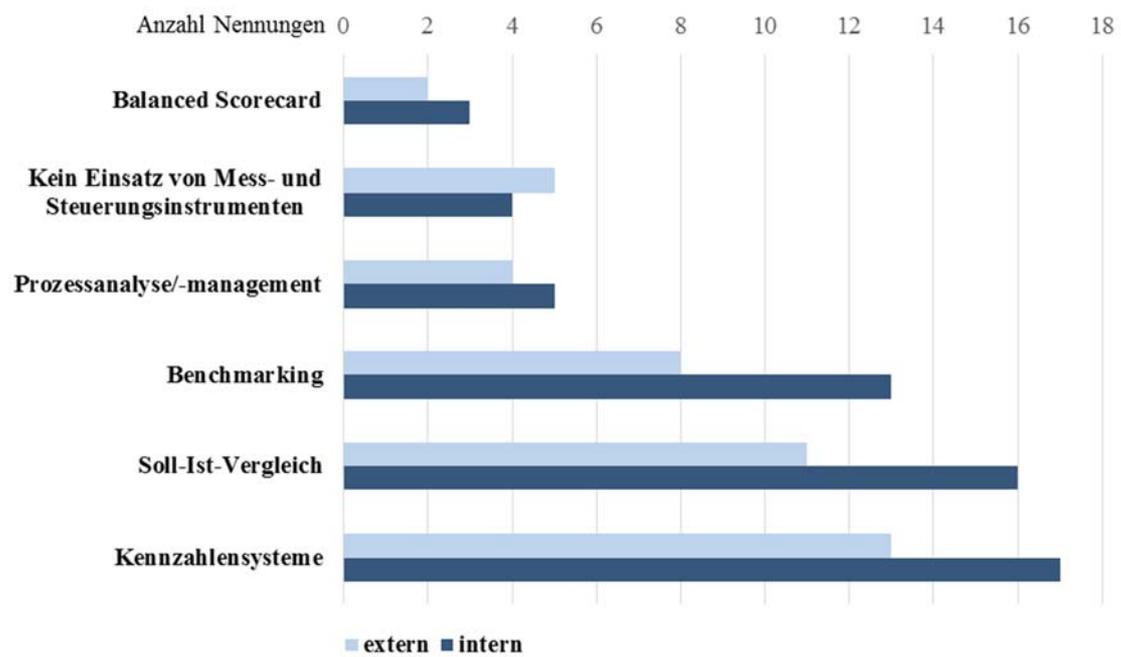


Abbildung 18: Einsatz von Mess- und Steuerungsinstrumenten (n = 27)

## 4 Erkenntnisse

In Kapitel 4 werden die wichtigsten Erkenntnisse aus der empirischen Erhebung erläutert, ein Abgleich zwischen Theorie und Empirie vorgenommen und Handlungsempfehlungen formuliert.

### 4.1 Allgemeine Erkenntnisse aus der empirischen Erhebung

Im Rahmen der empirischen Untersuchung wurden einerseits Anbieter von operativen und strategischen Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen befragt. Andererseits erfolgte eine schriftliche Erhebung bei institutionellen Investoren aus dem Bereich Vorsorge mit Sitz in der Deutschschweiz. Die wichtigsten Erkenntnisse sollen hier nochmals zusammenfassend beschrieben werden.

#### 4.1.1 *Allgemeine Erkenntnisse im Bereich Werttreiber*

Aus Sicht der Dienstleister wird die Bedeutung der Renditesteigerung als hoch bis sehr hoch eingestuft. Jene, welche das Portfolio- und Assetmanagement für Vorsorgeeinrichtungen übernehmen, richten ihr Augenmerk aber in erster Linie auf die Sicherheit. Dieser Sicherheitsgedanke deckt sich mit der Nutzungsallokation der Investoren in Wohnimmobilien. Gleichzeitig setzen sie auf eine hohe Rentabilität und die Werterhaltung des Bestands. Kurzfristiges Denken und Active Trading werden auch durch die Dienstleister im heutigen Marktumfeld nicht empfohlen. Die Optimierung der Erträge und die Wertsteigerung sind für die Vorsorgeeinrichtungen überraschenderweise von untergeordneter Wichtigkeit, für einen beachtlichen Anteil ebenso die Nutzerzufriedenheit.

Die Anbieter von operativen und strategischen Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen beschreiben die Mieterträge als den zentralen Werttreiber. Ferner werden die richtige Investitionspolitik (Mikro-/Makrolage, Nutzungsart/-mix), fehlerloses Arbeiten und aktives Management als die zentralen Schlüsselfaktoren für die positive Beeinflussung des Anlageerfolgs genannt. Der Kostenseite messen sie eine geringere Bedeutung bei. Als wichtigstes Erfolgsinstrument dient ein sauber analysierter, robust generierter und sorgfältig im Detail umgesetzter Businessplan. Einschränkungen bei der Beeinflussbarkeit der Werttreiber sehen die externen Dienstleister bei den Vorgaben des Investors, den gesetzlichen Rahmenbedingungen, der Bürokratie, dem Markt und dem

wirtschaftlichen Umfeld. Die Investoren stufen überraschenderweise die Beeinflussbarkeit der Risikominimierung und Nutzerzufriedenheit sowie der Wertsteigerung im Bestand durch das Real Estate Portfolio- und Assetmanagement als mittel bis gering ein. Für die Erzielung einer höheren Rendite erachten sie die Mieterbetreuung, das Controlling und Reporting als wichtig bis sehr wichtig. Ihre zentrale Aufgabe sehen sie in der Definition der Strategie.

Bei der Erfolgsmessung kommen mehrheitlich renditebezogene und messbare Kennzahlen wie Leerstandquote, Total Return und Netto-Cashflow-Rendite zum Einsatz. Für diese Kennzahlen existieren Benchmarks, die einen Vergleich zulassen. Auch die Kenntnis über die Mieterfluktuation, den Energieverbrauch sowie die Mehrjahres-Investitionsplanung hat eine hohe bis sehr hohe Bedeutung. Instandhaltungskosten und Instandsetzungskosten pro Quadratmeter sowie die Erfassung von Rechtsfällen sind hingegen weniger relevant. Erstaunlich ist auch, dass der Budgeteinhaltung nur eine mittlere Bedeutung attestiert wird. Von den externen Dienstleistern werden klare Budgetvorgaben an den Bewirtschafter und Mehrjahresvergleiche als wichtig bezeichnet. Als Instrumente für die Erfolgsmessung kommen bei ihnen Soll-Ist-Abgleiche, kundenspezifische Reports und Vergleiche der Gesamtrenditen mit einem Benchmark zum Einsatz. Durch die Heterogenität der Immobilien erachten sie die Messung von Fähigkeit und Qualität des Portfolio- und Assetmanagers als praktisch unmöglich. Dies bestätigt auch die Feststellung, dass bei der Zusammenarbeit mit externen Dienstleistern durch die Investoren generell weniger Mess- und Steuerungsinstrumente eingesetzt werden. Die Periodizität der Erfassung der Kennzahlen deckt sich mit deren Wichtigkeit. Kennzahlen, welche als weniger wichtig eingestuft werden, werden auch seltener erhoben. In diesem Zusammenhang erstaunt nur, dass der als wichtig beurteilte Energieverbrauch kaum erfasst wird.

Mit der Qualität des Informationssystems sind die Investoren mehrheitlich zufrieden. Überraschend ist, dass ein Drittel die Aktualität der Daten nur als mittel beurteilt und 11 % die flexiblen Auswertungsmöglichkeiten als sehr gering einstufen. Der Online-Zugriff wird von über 70 % als mittel bis sehr gering bewertet.

#### 4.1.2 *Allgemeine Erkenntnisse zur Organisation von Real Estate Management Dienstleistungen*

Die Mehrheit der befragten Institutionen übt einen Grossteil der Tätigkeiten intern oder in Zusammenarbeit mit internen Partnern aus. Ausgewählte operative Bereiche wie Mietvertrags-/Flächenmanagement, treuhänderische Eigentümervertretung, Datenqualitätspflege und Reporting auf Objektebene erbringen externe Dienstleister. Auch dort wo fundierte Markt- und Standortexpertise gefragt ist, wird auf externe Anbieter zurückgegriffen. Aus Sicht der Dienstleister erfolgt die externe Vergabe oft aus Kapazitätsgründen und Kostenüberlegungen. Weiter werden die eigene fehlende Professionalität, das Netzwerk und die Möglichkeit der Nutzung von Skaleneffekten als Auslagerungsgründe genannt.

Über zwei Drittel der Investoren schliessen unbefristete Verträge mit ihren externen Dienstleistern ab. Auf nationaler Ebene gibt es hierfür keine Standardverträge. International ist der angelsächsische Standard weit verbreitet. Ergebnis- und performanceorientierte Vertragsinstrumente bei internen und externen Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen kommen mehrheitlich nicht zum Einsatz. Dies deckt sich mit der Aussage der national tätigen Dienstleister. Im international tätigen Unternehmen finden solche Instrumente hingegen Anwendung. Die angelsächsischen Rahmenverträge regeln umfangreich, welche Art von Leistung wie entschädigt wird. Die genaue Messung und Abrechnung gestaltet sich in der Praxis aber schwierig. So erfolgt die Vergütung des Portfolio- oder Assetmanagers bei einer grossen Mehrheit intern wie extern ausschliesslich durch Fixlohn beziehungsweise eine fixe Vergütung. Etwa bei einem Drittel kommt eine Kombination aus fixer und variabler Vergütung zum Einsatz. Eine Koppelung der Mess- und Steuerungsinstrumente mit der Vergütung findet selten statt. Auch die Dienstleister sind der Meinung, dass der Schweizer Markt für Direktanlagen in Immobilien überschaubar sei und es keine weiteren Anreize benötige. Sie sind aber überzeugt, dass erfolgsorientierte Honorare Anreize setzen, da sie einem zwingen, die Effizienz zu steigern. Das Erzielen einer Überrendite gehört für die Dienstleister zum Grundservice. Dennoch schätzen sie die Bereitschaft zur Auslagerung als gering ein. Transparenz und Kompetenz lösen ihrer Ansicht nach Angst aus.

Bei der zukünftigen Entwicklung des Real Estate Portfolio- und Assetmanagements gibt es unterschiedliche Erwartungen. Für die einen werden Fremdvergaben eher abnehmen. Andere erleben bereits heute eine enorme Anziehung der Konkurrenz in der Schweiz. Konzentrationsprozesse werden hingegen nicht erwartet. Als grösste Herausforderung nennen die Dienstleister die Akquisition neuer Mandate. In der Vertragsbeziehung ist Vertrauen das Wichtigste. Bei der Wahl eines externen Partners wird dem Track Record allgemein eine hohe Bedeutung beigemessen. Optimierungspotenzial sehen die Anbieter von operativen und strategischen Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen beim Organisationsmanagement wie zum Beispiel den Prozessabläufen. Diese Aussage deckt sich mit der Feststellung, dass Balanced Scorecards sowie Prozessanalyse und -management bei den Institutionen weniger häufig anzutreffen sind.

## 4.2 Abgleich Theorie und Empirie

Im folgenden Abschnitt sollen die aus der empirischen Erhebung gewonnenen Erkenntnisse mit den kritisch aufgearbeiteten theoretischen Grundlagen abgeglichen werden.

### 4.2.1 *Werttreiber*

In der theoretischen Herleitung wurde beschrieben, dass Vorsorgeeinrichtungen zu den sicherheitsorientierten Investoren gehören und dabei hohe und konstante Erträge auf den Kapitalanlagen anstreben.<sup>103</sup> Markowitz' Moderner Portfolio Theorie folgend soll bei gegebenem Risiko die Rendite maximiert werden.<sup>104</sup> <sup>105</sup> Die hohe bis sehr hohe Bedeutung der Renditesteigerung ist bei den externen Dienstleistern in der Praxis klar zu erkennen. Bei den Vorsorgeeinrichtungen liegt der Fokus hingegen eher auf einer grundsätzlich hohen Rentabilität und der Werterhaltung im Bestand.

Bei der Identifikation der Werttreiber besteht weitgehende Kongruenz zwischen Theorie und Praxis. Wie empirische Studien gezeigt haben, lässt sich eine Überperformance nur mit Fokus auf einen hohen Netto-Cashflow realisieren.<sup>106</sup> So beschreiben auch die Anbieter von externen Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen die Mieterträge

---

<sup>103</sup> Vgl. Unterabschnitt 2.2.1

<sup>104</sup> Vgl. Hoesli/Mac Gregor 2000, S. 128-133

<sup>105</sup> Vgl. Gondring/Wagner 2016, S. 97-112

<sup>106</sup> Vgl. Michell/Bond 2007

als den zentralen Werttreiber. Überraschenderweise messen sie der Kostenseite eine geringere Bedeutung bei. Dies widerspricht den Feststellungen von Füss, Richt und Thomas im Jahr 2012, welche belegen, dass die Kosten gerade bei Wohnimmobilien einen signifikanten Einfluss auf den Total Return haben.<sup>107</sup> Theoretisch wie auch praktisch geniessen der Objektbusinessplan sowie das Controlling und Reporting einen hohen Stellenwert.

Die theoretisch beschriebene Vorteilhaftigkeit von leicht messbaren und renditeorientierten Kennzahlen wird in der empirischen Erhebung bestätigt.<sup>108</sup> Bezüglich der beigemesenen Relevanz bestehen teilweise Divergenzen. So wird gemäss gif zum Beispiel den Instandhaltungskosten und Instandsetzungskosten pro Quadratmeter sowie dem Mietzinsanpassungspotenzial eine hohe Relevanz zugeschrieben.<sup>109</sup> Die befragten Unternehmen messen diesen Kennzahlen aber eine geringere Bedeutung bei. Gerade umgekehrt verhält es sich beim Energieverbrauch. In Bezug auf die in der Theorie als sehr wichtig beschriebene Transparenz, Verfügbarkeit und Auswertungsmöglichkeit von Daten besteht in der Praxis noch Optimierungspotenzial.<sup>110</sup>

#### 4.2.2 *Organisationsformen im Real Estate Management*

Die optimale Organisationsstruktur von Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen wurde theoretisch mit der Transaktionskostentheorie hergeleitet.<sup>111</sup> Im Rahmen der empirischen Untersuchung konnte bestätigt werden, dass mehrheitlich operative Bereiche durch externe Dienstleister erbracht werden. Die von Kloess 1999 genannten Vorteile einer externen Leistungsvergabe, decken sich mit den von den Dienstleistern genannten Gründen für eine Auslagerung.<sup>112</sup>

In der Prinzipal-Agenten-Theorie wurde die Definition optimaler Verträge als zentrales Mittel zur Reduzierung von Informationsasymmetrien beschrieben. In der Realität existieren in der Schweiz noch keine Standardverträge, dies wiederum trägt zu erhöhten Transaktionskosten bei. Auch der Einsatz von ergebnis- und performanceorientierten Vertragsinstrumenten ist in der Praxis eher selten anzutreffen. Für die Beseitigung von

---

<sup>107</sup> Vgl. Füss/Richt/Thomas 2012, S. 370

<sup>108</sup> Vgl. Bone-Winkel et al. 2016, S. 776

<sup>109</sup> Vgl. gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung E. V. 2011, S. 10-93

<sup>110</sup> Vgl. Unterabschnitt 2.3.4

<sup>111</sup> Vgl. Unterabschnitt 2.4.2

<sup>112</sup> Vgl. Kloess 1999, S. 101

Anreizproblemen werden sie in der Theorie als effizientes System beschrieben, wobei der Definition der Bemessungsgrundlage eine hohe Bedeutung zukommt. Durch die Heterogenität der Immobilien stellt die Messung von Fähigkeit und Qualität des Portfolio- und Assetmanagers in der Praxis wiederum eine der grössten Herausforderungen dar. Folglich erlangt das Vertrauen in der Vertragsbeziehung eine hohe Wichtigkeit.<sup>113</sup>

### 4.3 Handlungsempfehlungen

Dass durch aktive und qualifizierte Manager eine nachhaltige Steigerung des Portfoliowertes wie auch die Senkung der Betriebs- und Nebenkosten im jeweils bis zu zweistelligen prozentualen Bereich möglich sind, haben frühere empirische Untersuchungen bewiesen. Gerade für Schweizer Vorsorgeeinrichtungen liegen im wert- und renditeorientierten Management ihrer Immobilien noch ungenutzte Erfolgspotenziale. Grundvoraussetzung ist die Schaffung eines Bewusstseins für die Einflussmöglichkeiten eines aktiven Immobilienmanagements. Ob die Leistungen intern oder extern erbracht werden, ist am Ende eine Frage der bestmöglichen Kosten-Return-Struktur. Institutionellen Investoren empfiehlt es sich, die Organisationsstruktur und Prozessabläufe von Zeit zu Zeit zu hinterfragen und auf Basis der Transaktionskostentheorie das für sie optimale Modell zu bestimmen. Ziel sind transparente und optimierte Allokations-, Organisations- und Vergütungsstrukturen. Dabei ist eine Kombination aus fixer und variabler Vergütung anzustreben. Ebenso sollten für jede Managementebene individuelle Standards für die Performancemessung und Anreizvergütung festgelegt werden. Dies wiederum bedingt die dauerhafte Sicherstellung der Aktualität und Aussagekraft der notwendigen Daten sowie eine flexibel auswertbare Datenstrukturierung. Der Einsatz von integrierten Portfolio-Management-Systemen und Balanced Scorecards ist zu prüfen. Ergänzend zu einem quantitativen Benchmarking sieht die Verfasserin weiteres Potenzial in qualitativen Ratings wie zum Beispiel Mieterzufriedenheit oder Objektqualität.

Bedingt durch das aktuelle Wirtschaftsumfeld befindet sich auch die Immobilienbranche im Wandel. Dies bietet Chancen für Anbieter von externen Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen, alte Traditionen zu brechen und durch innovative Geschäftsmodelle zu überzeugen.

---

<sup>113</sup> Vgl. Unterabschnitt 2.4.3

## 5 Schlussbetrachtung

Kapitel 5 konkludiert die Arbeit mit der reflektierenden Diskussion und einem Ausblick.

### 5.1 Diskussion

Ziel der vorliegenden Arbeit war, zu untersuchen, ob ein externes Real Estate Portfolio- und Assetmanagement eine Alternative zu einem internen Management darstellt. Um die Einflussmöglichkeiten eines externen Managements auf die Gesamrendite zu analysieren sowie eine Aussage zur aktuellen Situation und den Trends betreffend Outsourcing von Immobiliendienstleistungen im Bereich Real Estate Portfolio- und Assetmanagement zu machen, wurden fünf strukturierte Interviews mit Anbietern von operativen und strategischen Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen in der Deutschschweiz durchgeführt. Im Sinne einer ganzheitlichen Betrachtung wurde mittels schriftlicher Befragung ergänzend eine Bestandsaufnahme bei institutionellen Investoren zu den Themen Werttreiber und Organisation von Real Estate Management Dienstleistungen vorgenommen. Daraus folgte eine Zusammenfassung der wichtigsten Erkenntnisse sowie deren Abgleich mit der Theorie. Dies erlaubte anschliessend die Ableitung von Handlungsempfehlungen für die Optimierung der Organisation des Real Estate Managements.

Bereits bei der kritischen Aufarbeitung der Literatur konnte festgestellt werden, dass es sich beim Real Estate Management um einen sehr komplexen Themenbereich handelt, zu dem nur wenige Forschungserkenntnisse vorliegen. Die uneinheitlichen Definitionen der einzelnen Managementdisziplinen und die Intransparenz auf dem Schweizer Markt erschwerten die Untersuchung. Durch das gewählte Forschungsdesign und die ganzheitliche Betrachtungsweise ist es dennoch gelungen, eine – wenn auch nicht repräsentative – Aussage zur aktuellen Situation und den erwarteten Trends im Bereich Real Estate Portfolio- und Assetmanagement in der Schweiz zu machen. Die Frage zu den Einflussmöglichkeiten eines externen Managements auf die Gesamrendite konnte nicht abschliessend beantwortet werden und bedarf weiterer Untersuchungen. Dies lässt sich unter anderem auf die fehlenden bzw. nicht standardisierten Messgrössen zurückführen.

## 5.2 Ausblick

Die vorliegende Untersuchung konnte einen weiteren Beitrag zur wissenschaftlichen Forschung im Bereich Real Estate Portfolio- und Assetmanagement liefern. Vor dem Hintergrund aktueller Entwicklungen auf dem Schweizer Immobilienmarkt wird eine vertiefte Behandlung dieses Themengebiets auch zukünftig von Interesse sein. Aufgrund der Komplexität empfiehlt es sich, weitere Forschungen auf spezifische Teilbereiche zu fokussieren. So könnte zum Beispiel die Messbarkeit der Leistungen und der Qualität des Portfolio- und Assetmanagers anhand zu definierender quantitativer und qualitativer Merkmale weiter untersucht werden. Ebenso ist die Entwicklung von Modellen, welche den Beitrag eines aktiven Real Estate Managements in der Attributionsanalyse berücksichtigen, erstrebenswert. Auch die im Rahmen der empirischen Erhebung festgestellten Divergenzen in Bezug auf die Nutzerzufriedenheit, die Erhebung von Energiekennzahlen sowie die Datenqualität und -verfügbarkeit bieten sich als Betrachtungsgegenstand zukünftiger Forschungen an.

Abschliessend erscheint es sinnvoll, den Austausch zwischen dem Know-how aus der Praxis und den in der Wissenschaft gewonnenen Erkenntnissen voranzutreiben.

## Literaturverzeichnis

- Alparslan, A. (2006): Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie: eine Reformulierung der Hidden-Action-Modelle aus der Perspektive des Strukturalismus, Wiesbaden 2006 (zugl. Diss. Univ. Duisburg-Essen 2005)
- Bone-Winkel, S. (2005): Strategisches Immobilien-Portfoliomanagement, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S./Thomas, M. (2005) (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, 2. Auflage, Köln 2005, S. 491-530
- Bone-Winkel, S./Thomas, M./Allendorf, G./Walbröhl, V. (2016): Immobilienportfolio-Management, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S./Schäfers, W. (2016) (Hrsg.): Immobilienökonomie I, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 5. Auflage, München 2016, S. 719-917
- Coase, R. (1937): The Nature of the Firm, in: *Economica* 4(1937)16, S. 386-405
- Deisenrieder, B. (2007): Controlling von Immobilienportfolios, in: Schulte, K.-W./Thomas, M. (2007) (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, Köln 2007, S. 245-284
- Ebers, M./Gotsch, W. (2014): Institutionenökonomische Theorien der Organisation, in: Kieser, A./Ebers, M. (2014) (Hrsg.): Organisationstheorien, 7. Auflage, Stuttgart 2014, S. 195-255
- Engelhardt, A. (2009): Zauberformel Asset Management zur Wertsteigerung von Immobilien, in: *Immobilien & Finanzierung* (2009)05-06, S. 172-174
- Erlei, M./Leschke, M./Sauerland, D. (2016): Institutionenökonomik, 3. Auflage, Stuttgart 2016
- Francke, H.-H. (2008): Immobilien als Vermögensgüter und Besonderheiten von Immobilieninvestitionen, in: Schulte, K.-W. (2008) (Hrsg.): Immobilienökonomie IV, Volkswirtschaftliche Grundlagen, München 2008, S. 30-41

- Füss, R./Richt, J./Thomas, M. (2012): Excess return sources of active property management: a case study, in: *Journal of Property Investment & Finance* 30(2012)4, S. 354-374
- Geltner, D./Miller, N./Clayton, J./Eichholtz, P. (2014): *Commercial Real Estate Analysis and Investments*, 2. Auflage, Mason 2014
- Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung (gif) e. V. (2004) (Hrsg.): *Real Estate Investment Management REIM, Richtlinie Definition und Leistungskatalog Real Estate Investment Management*, Wiesbaden 2004
- Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung (gif) e. V. (2011) (Hrsg.): *Real Estate Investment Management REIM, Kennzahlenkatalog Immobilienmanagement*, Wiesbaden 2011
- Gondring, H./Wagner, T. (2016): *Real Estate Asset Management – Handbuch für Studium und Praxis*, 2. Auflage, München 2016
- Graaskamp, J. (1989): *Fundamentals of Real Estate Development*, in: *ULI Development Component Series* (1989) (Hrsg.), S. 1-31
- Hoesli, M./MacGregor, B. (2013): *Property investment: principles and practice of portfolio management*, London 2013
- Homann, K. (2001): *Immobilienmanagement – ein erfolgspotenzialorientierter Ansatz*, in: Gondring, H./Lammel, E. (2001) (Hrsg.): *Handbuch Immobilienwirtschaft*, 1. Auflage, Wiesbaden 2001
- Jensen, M./Meckling, B. (1976): *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in: *Journal of Financial Economics* 3(1976)4, S. 305-360
- Kämpf-Dern, A. (2009a): *Grundkonzept des Immobilienmanagements. Ein Vorschlag zur Strukturierung immobilienwirtschaftlicher Managementaufgaben*, in: Pfnür, A. (2009a) (Hrsg.): *Arbeitspapier zur immobilienwirtschaftlichen Forschung und Praxis*, Band Nr. 14, Darmstadt 2009

- Kämpf-Dern, A. (2009b): Immobilienwirtschaftliche Managementebenen und –aufgaben. Definitions- und Leistungskatalog des Immobilienmanagements, in: Pfnür, A. (2009b) (Hrsg.): Arbeitspapier zur immobilienwirtschaftlichen Forschung und Praxis, Band Nr. 15, Darmstadt 2009
- Klages, A. (2002): Grundlagen des Assetmanagements, in: Hockmann, J./Thiessen, F. (2002) (Hrsg.): Investment Banking, Stuttgart 2002
- Kloess, S. (1999): Konzeption eines aktiven Immobilien-Managements als Dienstleistung für institutionelle Investoren – Kritische Erfolgsfaktoren einer zukunftsorientierten Dienstleistung, Bern 1999 (zugl. Diss. Univ. St. Gallen 1999)
- Kuhn, M. (2008): Taktisches Immobilien-Portfoliomanagement: Modellentwicklung am Beispiel von Versicherungsunternehmen, in: Pelzl, W. (2008) (Hrsg.): Immobilienmanagement Band 12, Norderstedt 2008 (zugl. Diss. Univ. Leipzig 2008)
- Lehner, C. (2010): Erfolgreiches Portfolio- und Asset Management für Immobilienunternehmen – Die 8 Werthebel, Wiesbaden 2010 (zugl. Diss. Univ. Freiburg im Breisgau 2010)
- Loepfe, A. (2007): Das Best-Owner-Prinzip bei Immobilien-Investmentanlagen, in: Immobilien & Finanzierung (2007)16, S. 547-548
- Michell, P./Bond, S. (2007): Property strategy in a modern world: Alpha Hunting or Beta Grazing? IPD/IPF Property Strategies Conference 2007, Brighton 2007
- MSCI Morgan Stanley Capital International Ltd. (2016) (Hrsg.): Global Methodology Standards for Real Estate Investment, New York 2016
- Müller-Stewens, G./Lechner, C. (2016): Strategisches Management: Wie strategische Initiativen zum Wandel führen; Der Strategic Management Navigator, 5. Auflage, Stuttgart 2016
- Pelzeter, A./Trübstein, M. (2016): Real Estate Asset Management, Property Management und Facility Management in Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S./Schäfers, W. (2016) (Hrsg.): Immobilienökonomie I, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 5. Auflage, München 2016, S. 289-316

- Pfnür, A. (2011): *Modernes Immobilienmanagement: Immobilieninvestment, Immobilienennutzung, Immobilienentwicklung und -betrieb*, 3. Auflage, Berlin/Heidelberg 2011
- Piazolo, D. (2009): *Performancemessung und Benchmarking bei Immobilien*, in: *Immobilien & Finanzierung* 60(2009)19, S. 669-671
- Rappaport, A. (1998): *Creating shareholder value: a guide for managers and investors*, 2. Auflage, New York 1998
- RICS Deutschland Ltd. (2012) (Hrsg.): *Leistungsverzeichnis Asset Management in Deutschland*, Frankfurt am Main 2012
- Rodewald, K. (2009): *Portfolio-, Asset- und Property-Management*, Hamburg 2009
- Samuelson, P./Nordhaus, W. (2010): *Volkwirtschaftslehre: das internationale Standardwerk der Makro- und Mikroökonomie*, 4. Auflage, München 2010
- Schulte, K.-W./Walbröhl, V. (2002): *Immobilien Asset Management: Grundlagen – Rahmenbedingungen – Produkte – Prozess*, in: Schulte, K.-W./Achleitner, A.-K./Schäfers, W./Knobloch, B. (2002) (Hrsg.): *Handbuch Immobilien-Banking*, Köln 2002
- Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S./Schäfers, W. (2016) (Hrsg.): *Immobilienökonomie I, Betriebswirtschaftliche Grundlagen*, 5. Auflage, München 2016
- Smith, A./Stirner, M. (Übersetzung ins Deutsche)/Schmidt H. (Hrsg.) (2009): *Wohlstand der Nationen*, Köln 2009
- Stengel v., R. (2003): *Portfoliomanagement institutioneller Anleger*, in: Gondring, H./Zoller, E./Dinauer, J. (2003) (Hrsg.): *Real Estate Investment Banking*, Wiesbaden 2003
- Teichmann, S. (2007): *Bestimmung und Abgrenzung von Managementdisziplinen im Kontext des Immobilien- und Facilities Managements*, in: *Zeitschrift für Immobilienökonomie* 2(2007), S. 5-36

- Trübstein, M. (2015) (Hrsg.): Real Estate Asset Management, Studienergebnisse zu direkten und indirekten Immobilieninvestitionen in der Schweiz, Deutschland und Österreich, Wiesbaden 2015
- Trübstein, M. (2016): Real Estate Asset Management in der Schweiz, Schriften aus dem Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ, Zug 2016
- Voigt, S. (2009): Institutionenökonomik, 2. Auflage, Paderborn 2009
- Wagner, T. (2005): Warum ausländische Investoren eigene Verwalter mitbringen, in: Immobilienwirtschaft (2005)12-05/01-06
- Williamson, O. (1985): The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting, New York 1985
- Wittkop, Ch. (2007): Asset Management – Neuer Glanz in alten Hütten, in: Immobilien Manager (2007)1-2, S. 46-48
- Zulliger, J. (2015): Schweizer Mehrfamilienhäuser als Überflieger, in: Immobilien Business (2015)10, S. 36-37

## Internetquellen

Ernst & Young AG (2016) (Hrsg.): Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt

Schweiz 2016, S. 12. Online verfügbar unter:

[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY\\_Trendbarometer\\_Immobilien\\_Investmentmarkt\\_2016/\\$FILE/EY-Trendbarometer-Immobilien-Investmentmarkt-Schweiz-2016.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_Trendbarometer_Immobilien_Investmentmarkt_2016/$FILE/EY-Trendbarometer-Immobilien-Investmentmarkt-Schweiz-2016.pdf) [abgerufen am 17.06.2016]

Loepfe, A./Stockmann, R. (2015), in: B2B (2015)54: Externes Portfoliomanagement auf dem Vormarsch, S. 18-21. Online verfügbar unter:

[http://inreim.ch/media/ui/pdfs/B2B\\_Externes\\_Portfoliomanagement\\_auf\\_dem\\_Vormarsch.pdf](http://inreim.ch/media/ui/pdfs/B2B_Externes_Portfoliomanagement_auf_dem_Vormarsch.pdf) [abgerufen am 18.06.2016]

Wüest & Partner (2014), in: Bundesamt für Umwelt BAFU (2015) (Hrsg.):

Institutionelle Investoren Schweiz: Customer Journey, S. 4-5.

Online verfügbar unter: [http://www.bafu.admin.ch/aktionsplan-](http://www.bafu.admin.ch/aktionsplan-holz/10306/16389/index.html?lang=de&download=NHzLp-Zeg7t,lnp6I0NTU042l2Z6ln1acy4Zn4Z2qZpnO2Yuq2Z6gpJCHen5_gmym162epYbg2c_JjKbNoKSn6A--)

[holz/10306/16389/index.html?lang=de&download=NHzLp-Zeg7t,lnp6I0NTU042l2Z6ln1acy4Zn4Z2qZpnO2Yuq2Z6gpJCHen5\\_gmym162epYbg2c\\_JjKbNoKSn6A--](http://www.bafu.admin.ch/aktionsplan-holz/10306/16389/index.html?lang=de&download=NHzLp-Zeg7t,lnp6I0NTU042l2Z6ln1acy4Zn4Z2qZpnO2Yuq2Z6gpJCHen5_gmym162epYbg2c_JjKbNoKSn6A--) [abgerufen am 16.06.2016]

Wüest & Partner (2016) (Hrsg.): Schweizer Immobilienindex, veröffentlicht am 22.

März 2016, o. S. Online verfügbar unter: <https://www.wuestundpartner.com/publikationen/publikationen-schweiz/schweizer-immobilienindex.html>

[abgerufen am 15.07.2016]

## Anhang

### Anhang 1: Interviewleitfaden

	<b>Universität Zürich</b> <small>UZH</small>	<small>Lucerne University of Applied Sciences and Arts</small>
<u>CUREM – Center for Urban &amp; Real Estate Management</u>		<b>HOCHSCHULE LUZERN</b>
<h3>Leitfadeninterview mit Anbietern von strategischen und operativen Real Estate Asset Management-Dienstleistungen</h3>		
<b>Allgemeine Angaben</b>		
Datum/Uhrzeit:		
Unternehmen:		
Gesprächspartner:		
<b>Zielsetzung und Abgrenzung</b>		
<p>Ziel der Arbeit ist es, den Einfluss eines externen Real Estate Portfolio- und Assetmanagements auf die Gesamrendite aufzuzeigen. In diesem Rahmen sollen auch die unterschiedlichen Anbieter-Nachfrager-Kooperationen zwischen institutionellen Investoren und Anbietern von strategischen und operativen Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen in der Deutschschweiz näher untersucht werden.</p>		
<b>Zentrale Fragestellungen der Arbeit</b>		
<p>Welchen Einfluss kann ein externes Real Estate Portfolio- oder Assetmanagement auf die einzelnen Werttreiber der Gesamrendite (Total Return) nehmen?</p>		
<p>Wie gestaltet sich die aktuelle Situation bezüglich der Organisation von Real Estate Portfolio- und Assetmanagement-Dienstleistungen (Stichwort: In-/Outsourcing) bei institutionellen Investoren in der Deutschschweiz?</p>		
<b>Aufzeichnung</b>		
<p>Besteht Einverständnis darüber, dass das Interview zur Nachbearbeitung und Auswertung mit einem Audiogerät aufgezeichnet wird? Auf Wunsch erfolgt im Nachgang die Zustellung des Interviews mit den wichtigsten Aussagen zur Freigabe.</p>		
<b>Anonymität und Datenschutz</b>		
<p>Die Verwendung der Daten erfolgt nur im Rahmen dieser Arbeit, so dass die Anonymität und der Datenschutz gewährleistet sind.</p>		
1		

### Teil A – Einordnung des Unternehmens

1. Wie gross ist das Unternehmen beziehungsweise der Bereich Real Estate Management in Bezug auf Anzahl Standorte, Anzahl Mitarbeiter und Jahresumsatz?
2. Welche Funktion bzw. Position besetzen Sie innerhalb des Unternehmens?
3. Wie viele Kunden betreut das Unternehmen im Bereich Real Estate Management?
4. Welcher der folgenden Kategorien können Ihre Kunden zugeordnet werden?

	Autonome Pensionskasse
	Teilautonome Pensionskasse
	Pensionskasse (Vollversicherung)
	Sammelstiftung
	Gemeinschaftsstiftung
	Versicherungsgesellschaft/Lebensversicherungsgesellschaft
	Rückversicherungsgesellschaft
	Gemeinnützige Stiftung
	Family Office
	Anlagestiftung/Fondsgesellschaft
	Sonstige:

5. In welcher Grössenordnung bewegen sich die direkt gehaltenen Immobilienportfolios der einzelnen Kunden (Bezugsgrösse: Verkehrswert)?

## Teil B – Beeinflussung der Werttreiber

*Die Investitionstheorie ist Teil der betriebswirtschaftlichen Finanzierungs- und Investitionstheorie. Sie beschreibt theoretisch fundierte Optimierungsregeln für Investitionsentscheidungen. Dabei geht sie von rational handelnden und risikoaversen Investoren aus, die bei gegebenem Risiko die Rendite ihrer Investition maximieren wollen. Die nachfolgenden Fragen beziehen sich auf die Bedeutung und die Beeinflussbarkeit der Rendite durch ein externes Management.*

1. Welche Bedeutung messen Sie der Renditesteigerung von direkt gehaltenen Immobilien bei?
  - Sehr gering
  - Gering
  - Mittel
  - Hoch
  - Sehr hoch
2. Was erachten Sie als die wichtigsten Treiber für den Anlageerfolg?
3. Wie beurteilen Sie die Wichtigkeit der folgenden Werttreiber der Gesamrendite?

Werttreiber	Sehr gering	Gering	Mittel	Hoch	Sehr hoch
Asset Allocation					
Portfoliostrategie					
Objektstrategie					
Mieterträge					
Unterhaltskosten					
Bewirtschaftungskosten					
Kapitalkosten					
Wert der Liegenschaft					

4. Welche dieser Werttreiber glauben Sie konkret beeinflussen zu können und mit welchen Massnahmen?

Werttreiber	Ja	Nein	Massnahmen bzw. warum nicht?
Asset Allocation			
Portfoliostrategie			
Objektstrategie			
Mieterträge			
Unterhaltskosten			
Bewirtschaftungskosten			
Kapitalkosten			
Wert der Liegenschaft			

5. Mit welchen Massnahmen oder Fähigkeiten können Sie den Anlageerfolg weiter positiv beeinflussen?
6. Welche Instrumente setzen Sie für die Erfolgsmessung ein?
7. Wo sehen Sie Einschränkungen in der Beeinflussbarkeit der Werttreiber?

### **Teil C – Organisation von Real Estate Management Dienstleistungen**

*Im Rahmen ihrer unternehmerischen Tätigkeit fällen Investoren so genannte Make-or-Buy-Entscheidungen. Die Grundlagen solcher Entscheidungen finden sich in der Transaktionskostentheorie. Als weiterer Teil der Neuen Institutionenökonomie liefert die Principal-Agent-Theorie wichtige Erkenntnisse zur Auftragsbeziehung. Sie geht davon aus, dass zwischen dem Auftraggeber (Principal) und dem Auftragnehmer (Agent) eine Informationsasymmetrie besteht. Um eine Interessensangleichung zu erzielen, dient in der Praxis unter anderem die Ausgestaltung von Verträgen. Die nachfolgenden Fragen betreffen die Organisation von Real Estate Management Dienstleistungen mit Fokus auf die Beziehung zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer.*

1. Aus welchen Gründen übertragen Ihnen Ihre Kunden das Real Estate Portfolio- oder Assetmanagement?
2. Was können Sie besser als ein internes Management?
3. Setzen Sie ergebnis- und performanceorientierte Vertragsinstrumente ein? Wenn ja, welche? Hat sich die Situation in den letzten Jahren verändert? Was erwarten Sie in Zukunft?
4. Wie erfolgt üblicherweise die Vergütung Ihrer Dienstleistung? Zusammensetzung?
5. Welche Mess- und Steuerungsinstrumente kommen während der Vertragsdauer zum Einsatz?
6. Welche Rolle spielen Vertrauen, Kultur und Reputation in der Vertragsbeziehung?
7. Wo sehen Sie Optimierungspotenziale in der Gestaltung der Vertragsbeziehung?
8. Welches sind die grössten Herausforderungen eines Dienstleisters im Bereich Real Estate Portfolio- und Assetmanagement? Kommt es zu Konzentrationsprozessen?

## Anhang 2: Fragebogen

### Externes Real Estate Portfolio- und Assetmanagement als Alternative zu einem Internen Management

#### 1. Anmerkungen zum Fragebogen

**Bitte vom Entscheidungsträger der Immobilienanlage ausfüllen lassen.**  
**Falls es die Abteilung oder den Bereich „Immobilienanlage“ nicht gibt, bitte vom Entscheidungsträger des Verantwortungsbereiches „Immobilienmanagement“ bzw. des Verantwortungsbereiches „Immobilienverwaltung“ oder des Bereiches „Kapitalanlagen“ ausfüllen lassen.**

**Die Erhebung umfasst folgende Bereiche:**

**Teil A - Allgemeine Einordnung des Unternehmens**

**Teil B - Werttreiber**

**Teil C - Organisation von Real Estate Management Dienstleistungen**

**Teil D - Kontaktdaten für die Übersendung der Studienergebnisse**

**Hinweise zum Verständnis der Fragen:**

**In den Fragen bezieht sich der Begriff „Unternehmen“ stets auf das Unternehmen als Ganzes.**  
**Falls es sich um eine interne (Konzern-) Einheit für das Immobilienmanagement für eine Gruppe von Unternehmen handelt, gehen Sie bitte von den Ihnen übertragenen Immobilienbeständen aus.**

**Teil A des Fragebogens bezieht sich auf spezifische Unternehmensangaben. Für den Fall, dass Sie (bspw. als Dienstleister) mit dem Immobilien-Management für mehrere Institutionen – bspw. im Konzernverbund – beauftragt sind, füllen Sie den Fragebogen bitte für Ihr Unternehmen einmal (soweit möglich) vollständig aus. Für alle weiteren Institutionen, deren Immobilien-Management Sie übernehmen, füllen Sie bitte jeweils nochmals Teil A des Fragebogens aus. Diesen erhalten Sie gerne bei mir in der geforderten Anzahl.**

**Unter direkten Immobilienanlagen werden Kapitalanlagen in Immobilien ohne zwischengeschaltetes Fonds-, Beteiligungs- oder Holding-Gefäß verstanden.**

**Unter indirekten Immobilienanlagen werden mittelbare Kapitalanlagen bzw. –beteiligungen definiert, deren „underlying Asset“ die Immobilie ist, d.h. deren überwiegender Zahlungsstrom aus Immobilien generiert wird (bspw. Fonds) - unabhängig von der internen Zuordnung.**

## Externes Real Estate Portfolio- und Assetmanagement als Alternative zu einem internen Management

### 2. Teil A - Einordnung des Unternehmens

1. Zu welchem Kreis institutioneller Investoren gehören Sie (mehrere Antworten möglich)?

- Autonome Pensionskasse
- Teilautonome Pensionskasse
- Pensionskasse (Vollversicherung)
- Sammelstiftung
- Gemeinschaftsstiftung
- Versicherungsgesellschaft/Lebensversicherungsgesellschaft
- Rückversicherungsgesellschaft
- (Konzerninternes) Immobilien-Dienstleistungsunternehmen
- Gemeinnützige Stiftung
- Family Office
- Sonstiges (bitte angeben)

2. Wie hoch war der Wert der gesamten Kapitalanlagen Ihres Unternehmens bzw. Ihrer Gruppe zum Ende des Jahres 2012 und zum Ende des Jahres 2015?

Bitte geben Sie Buchwerte UND/ODER Verkehrswerte an (ggf. Antwortfelder freilassen).

**Buchwert Ende 2012** in  
Mio. CHF

**Verkehrswert Ende 2012**  
in Mio. CHF

**Buchwert Ende 2015** in  
Mio. CHF

**Verkehrswert Ende 2015**  
in Mio. CHF

3. Wie hoch war das gesamte Immobilienanlagevermögen (direkte und indirekte Investitionen in Immobilien) Ihres Unternehmens bzw. Ihrer Gruppe zum Ende des Jahres 2012 und zum Ende des Jahres 2015?

Bitte geben Sie Buchwerte UND/ODER Verkehrswerte an (ggf. Antwortfelder freilassen)

**Buchwert Ende 2012** in  
Mio. CHF

**Verkehrswert Ende 2012**  
in Mio. CHF

**Buchwert Ende 2015** in  
Mio. CHF

**Verkehrswert Ende 2015**  
in Mio. CHF

4. Wie erfolgen gegenwärtig die Investitionen in Immobilien Ihres Unternehmens bzw. Ihrer Gruppe und welche Erwartungen haben Sie für die Entwicklung in den nächsten 3 Jahren (Bezug: Verkehrswerte)?

	Investitionen (in Prozent des Immobilien- Vermögens)			
	Steigerung	Gleichbleibend	Reduktion	
<b>Direkte</b> Immobilieninvestitionen im <b>Inland</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Indirekte</b> Immobilieninvestitionen im <b>Inland</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Direkte</b> Immobilieninvestitionen im <b>Ausland</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Indirekte</b> Immobilieninvestitionen im <b>Ausland</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

5. Wie hoch ist Ihre durchschnittlich tatsächlich erzielte Rendite ("Total Return"), jeweils bei direkten und indirekten Immobilienanlagen (ggf. Antwortfelder freilassen)? Bitte geben Sie ggf. Bandbreiten an.

**Direkte**  
Immobilienanlagen (Total  
Return in Prozent **2014**)

**Direkte**  
Immobilienanlagen (Total  
Return in Prozent **2015**)

**Indirekte**  
Immobilienanlagen (Total  
Return in Prozent **2014**)

**Indirekte**  
Immobilienanlagen (Total  
Return in Prozent **2015**)

Sofern Sie keine Investitionen in direkte Immobilienanlagen getätigt haben, fahren Sie bitte mit Teil D fort.

6. Wie verteilen sich Ihre direkten Immobilienanlagen (prozentualer Anteil des Verkehrswertes) auf die nachfolgenden Nutzungsarten?

Wohnen in %	<input type="text"/>
Büro in %	<input type="text"/>
Verkauf in %	<input type="text"/>
Gewerbe in %	<input type="text"/>
Industrie in %	<input type="text"/>
Logistik in %	<input type="text"/>
Hotel in %	<input type="text"/>
Infrastruktur in %	<input type="text"/>
Sonstige in %	<input type="text"/>

7. Welche Tätigkeiten im Rahmen Ihrer direkten Immobilienanlage werden gegenwärtigmehrheitlich intern, welche extern und welche in Kooperation mit Partnern erbracht (bitte jeweils nur eine Antwort ankreuzen)?

	<u>Interne</u> Leistungserbringung durch den <b>Immobilienbereich</b>	<u>Interne</u> Leistungserbringung durch <b>anderen</b> internen Bereich	Leistungserbringung in <b>Kooperation</b> mit <u>externen</u> <b>Partner(n)</b>	Leistungserbringung durch <u>externe(n)</u> <b>Partner</b>
Entwicklung Investmentstrategie	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Portfolioanalyse und -steuerung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Strukturierung der Investitionen (u.a. Besteuerung/Finanzierung)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Vorbereitung von (Des-)Investitionsentscheiden	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Durchführung von (Des-) Investitionsentscheiden	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Treuhänderische Eigentümervertretung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Betriebskostenoptimierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Mietvertragsmanagement/Flächenmanagement	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Steuerung externer Dienstleister	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Initiierung/Steuerung von Baumassnahmen/Projektentwicklungen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Datenqualitätspflege/Pflege der Datenfelder	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Durchführung von Analysen (u.a. Markt-/ Standort, Potenzial)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Reporting Objektebene	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Reporting Portfolioebene	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

8. Wie viele Mitarbeiter (Vollzeitstellen im Management und operativ) sind intern überwiegend mit folgenden Aufgaben des Immobilienmanagements betraut und wie hat sich diese Anzahl in den letzten 5 Jahren verändert?

	Anzahl heute	Steigerung	Gleichbleibend	Reduktion
Investment Management	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Portfolio Management	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Asset Management	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Property Management	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Facility Management	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

## Externes Real Estate Portfolio- und Assetmanagement als Alternative zu einem internen Management

### 3. Teil B - Werttreiber

9. Welche Bedeutung messen Sie den folgenden Zielen des Managements von direkt gehaltenen Immobilien bei?

	sehr hoch	hoch	mittel	gering	sehr gering
Rentabilität des Immobilienbestandes	<input type="checkbox"/>				
Optimierung der Erträge aus Immobilien	<input type="checkbox"/>				
Werterhaltung des Bestandes	<input type="checkbox"/>				
Wertsteigerung des Bestandes	<input type="checkbox"/>				
Risikominimierung	<input type="checkbox"/>				
Nutzerzufriedenheit	<input type="checkbox"/>				

10. Wie bewerten Sie die Einflussmöglichkeiten des Real Estate Asset- und/oder Portfoliomanagements auf folgende Ziele?

	sehr hoch	hoch	mittel	gering	sehr gering
Rentabilität des Immobilienbestandes	<input type="checkbox"/>				
Optimierung der Erträge aus Immobilien	<input type="checkbox"/>				
Werterhaltung des Bestandes	<input type="checkbox"/>				
Wertsteigerung des Bestandes	<input type="checkbox"/>				
Risikominimierung	<input type="checkbox"/>				
Nutzerzufriedenheit	<input type="checkbox"/>				

11. Wie wichtig erachten Sie nachfolgende Managementaufgaben für die Erzielung einer höheren Rendite (Total Return)?

	sehr wichtig	wichtig	neutral	eher unwichtig	unwichtig
Strategie	<input type="checkbox"/>				
Ankauf	<input type="checkbox"/>				
Finanzierung	<input type="checkbox"/>				
Business Plan	<input type="checkbox"/>				
Budget	<input type="checkbox"/>				
Controlling	<input type="checkbox"/>				
Reporting	<input type="checkbox"/>				
Research	<input type="checkbox"/>				
Daten- und Dokumentmanagement	<input type="checkbox"/>				
Risikomanagement	<input type="checkbox"/>				
Compliance	<input type="checkbox"/>				
Auswahl und Steuerung von Dienstleistern	<input type="checkbox"/>				
(Erst-)Vermietung	<input type="checkbox"/>				
Mieterbetreuung	<input type="checkbox"/>				
Allgemeines Mietvertragsmanagement	<input type="checkbox"/>				
Mietzinsinkasso	<input type="checkbox"/>				
Baumanagement	<input type="checkbox"/>				
Refurbishment und Projektentwicklung	<input type="checkbox"/>				
Objektbewertung	<input type="checkbox"/>				
Verkauf	<input type="checkbox"/>				

## 12. Welche Bedeutung messen Sie den nachfolgenden Kennzahlen beim Bestandsmanagement bei?

	sehr hoch	hoch	mittel	gering	sehr gering
Objektrating	<input type="checkbox"/>				
Grundstückausnutzungsreserve	<input type="checkbox"/>				
Mietzinsanpassungspotenzial	<input type="checkbox"/>				
Leerstandquote	<input type="checkbox"/>				
Durchschnittliche Neuvermietungsdauer	<input type="checkbox"/>				
Durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge	<input type="checkbox"/>				
Mieterfluktuation	<input type="checkbox"/>				
Mietzinsausfallquote	<input type="checkbox"/>				
Budgeteinhaltung	<input type="checkbox"/>				
Nicht umlegbare Betriebskosten	<input type="checkbox"/>				
Instandhaltungskosten pro m2	<input type="checkbox"/>				
Instandsetzungskosten pro m2	<input type="checkbox"/>				
Mehrjahres-Investitionsplanung	<input type="checkbox"/>				
Energieverbrauch nach Energiebezugsfläche	<input type="checkbox"/>				
Rechtsfälle	<input type="checkbox"/>				
Verwaltungskosten	<input type="checkbox"/>				
Verkehrswert	<input type="checkbox"/>				
Gesamtrendite (Total Return)	<input type="checkbox"/>				
Netto-Cashflow-Rendite	<input type="checkbox"/>				

13. In welchen Abständen erheben Sie die nachfolgenden Kennzahlen  
(mehrere Antworten möglich)?

	keine Erhebung	alle 1 - 3 Monate	alle 4 - 6 Monate	jährlich	> 2 Jahre
Objektrating	<input type="checkbox"/>				
Grundstückausnutzungsreserve	<input type="checkbox"/>				
Mietzinsanpassungspotenzial	<input type="checkbox"/>				
Leerstandquote	<input type="checkbox"/>				
Durchschnittliche Neuvermietungsdauer	<input type="checkbox"/>				
Durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge	<input type="checkbox"/>				
Mieterfluktuation	<input type="checkbox"/>				
Mietzinsausfallquote	<input type="checkbox"/>				
Budgeteinhaltung	<input type="checkbox"/>				
Nicht umlegbare Betriebskosten	<input type="checkbox"/>				
Instandhaltungskosten pro m2	<input type="checkbox"/>				
Instandsetzungskosten pro m2	<input type="checkbox"/>				
Mehrjahres-Investitionsplanung	<input type="checkbox"/>				
Energieverbrauch nach Energiebezugsfläche	<input type="checkbox"/>				
Rechtsfälle	<input type="checkbox"/>				
Verwaltungskosten	<input type="checkbox"/>				
Verkehrswert	<input type="checkbox"/>				
Gesamrendite (Total Return)	<input type="checkbox"/>				
Netto-Cashflow-Rendite	<input type="checkbox"/>				

14. Wie bewerten Sie die Qualität des Ihnen zur Verfügung stehenden Informationssystems (bspw. vorgängig erwähnte Kennzahlen)?

	sehr hoch	hoch	mittel	gering	sehr gering
Verfügbarkeit aller notwendigen Daten	<input type="checkbox"/>				
Datenkonsistenz von Daten unterschiedlicher Quellen	<input type="checkbox"/>				
Aktualität der verfügbaren Daten	<input type="checkbox"/>				
Online-Zugriff auf die Daten	<input type="checkbox"/>				
Flexible Auswertungsmöglichkeiten	<input type="checkbox"/>				
Effizienz (bspw. manueller Erfassungsaufwand)	<input type="checkbox"/>				

## Externes Real Estate Portfolio- und Assetmanagement als Alternative zu einem internen Management

### 4. Teil C - Organisation von Real Estate Management Dienstleistungen

15. Nehmen Sie Dienstleistungen von externen Anbietern im Bereich Portfolio-, Asset- und/oder Propertymanagement in Anspruch?

- ja
- nein und auch nicht geplant, weiter bei Frage 18
- ev. zukünftig geplant, weiter bei Frage 18

16. Welche durchschnittliche feste Auftragsdauer vereinbaren Sie in den Verträgen mit Ihren externen Dienstleistern?

- unbefristet
- 6 - 12 Monate
- 2 - 3 Jahre
- 4 - 5 Jahre
- > 5 Jahre

17. Wie oft schreiben Sie Verträge mit externen Dienstleistern neu aus?

- nie
- mit neuem Projekt / neuer Liegenschaft
- alle 2 Jahre
- alle 3 - 4 Jahre
- alle 5 Jahre oder mehr

18. Wie hoch sind die Assets under Management (Verkehrswert der Immobilien in CHF) pro Manager intern und/oder extern (ggf. Antwortfelder freilassen)?

AuM / Manager **intern**

AuM / Manager **extern**

## 19. Welche ergebnis- und performanceorientierten Vertragsinstrumente setzen Sie ein?

	intern	extern
kein Einsatz von ergebnis- und performanceorientierten Vertragsinstrumenten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Service Level Agreements (SLAs)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Key Performance Indicators (KPIs)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kapitalbeteiligungen (Gewinn-/Verlustbeteiligungen, Gegengeschäfte etc.)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sonstige	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Sonstige (bitte angeben)

20. Wie erfolgt üblicherweise die Vergütung des internen und/oder externen Real Estate Portfolio- oder Assetmanagers?

	intern	extern
Ausschliesslich Fixlohn bzw. fixe Vergütung (Zeit-/Pauschalhonorar)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Ausschliesslich variable/erfolgsabhängige Vergütung (Ergebnis-/Performancehonorar, Kapitalbeteiligung)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kombination aus beidem	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

## 21. Welche der nachfolgenden Mess- und Steuerungsinstrumente setzen Sie ein?

	intern	extern
Kein Einsatz von Mess- und Steuerungsinstrumenten	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Balanced Scorecard	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Kennzahlensysteme	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Benchmarking	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Soll-Ist-Vergleich	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Prozessanalyse/-management	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Sonstige	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Sonstige (bitte angeben)

22. Was möchten Sie mir noch mitteilen? Hier finden Sie Platz für Anregungen, Wünsche, Kommentare oder Kritik.

## Externes Real Estate Portfolio- und Assetmanagement als Alternative zu einem internen Management

### 5. Teil D - Kontaktdaten für die Übersendung der Studienergebnisse

## Herzlichen Dank für Ihre Teilnahme!

Als Dankeschön für die Bearbeitung des Fragebogens stelle ich Ihnen die aggregierten Ergebnisse der Untersuchung gerne kostenfrei und unverbindlich zu. Falls gewünscht, geben Sie bitte nachfolgend Ihre Kontaktdaten an:

Unternehmen \_\_\_\_\_

Kontaktperson \_\_\_\_\_

Strasse \_\_\_\_\_

PLZ/Ort \_\_\_\_\_

E-Mail \_\_\_\_\_

## Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Externes Real Estate Portfolio- und Assetmanagement als Alternative zu einem internen Management“ 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.

Zürich, den 29.08.2016

---

Claudia Schenk