

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

# **Die Performance-Messung von Immobilienanlagen in der Schweiz**

Name: Michael Behrisch  
Adresse: Baldernstrasse 13, 8134 Adliswil

Eingereicht bei: Salvi Marco, Leiter Engineering Immobilien,  
Zürcher Kantonalbank, Josefstrasse 222, 8005 Zürich

Bahn Christopher Dr., Centerleiter CUREM,  
Center for Urban & Real Estate Management Zürich,  
Schanzeneggstrasse 1, 8002 Zürich

Abgabedatum: 14. August 2009

---

## **Vorwort**

Der Begriff Performance wird in der Immobilienwelt täglich von Immobilienmanagern verwendet. Vordergründig macht es den Anschein, dass jeder dasselbe darunter versteht. Wenn aber nachgefragt wird, wie die Performance berechnet wird, erhält man sehr unterschiedliche Antworten. Die Terminologie ist sehr vielseitig, was bei der Anwendung in der Praxis nicht unterschätzt werden darf. Einem Immobilienspezialisten ist klar, dass die Performance nur anhand von Kennzahlen bemessen und in Form von Benchmarking verglichen werden kann.

Um eine Vereinheitlichung zu erzielen und die Vergleichbarkeit zu erhöhen, geben Fachverbände oder Vereine mittlerweile vor, welche Arten von Performance-Berechnungen anzuwenden sind. Unter dem Patronat von massgeblichen Schweizer Fachverbänden wurde beispielsweise die SIA Dokumentation D 0213 veröffentlicht. Die vom Verband der Immobilien-Investoren und -Verwaltungen (VIV) vorgelegten Kennzahlen decken sich auch grösstenteils mit den Initiativen im Ausland.

Trotzdem stellt sich die Frage, wie Kennzahlen in der Praxis zu interpretieren und zu verwenden sind. Um dies zu beantworten, wurde im Rahmen dieser Arbeit eine Umfrage bei Immobilienunternehmen mit unterschiedlichen Immobilien-Anlageprodukten durchgeführt. Ebenfalls wurden Manager befragt, welche sich täglich mit dieser Materie auseinandersetzen. An dieser Stelle gilt ein spezieller Dank nachfolgend genannten Persönlichkeiten, die entgegenkommenderweise bereit waren, anlässlich eines Interviews ihr Wissen sowie ihre Erfahrungen mitzuteilen und so die Arbeit mitzugestalten:

- Herrn Dr. Christoph Vock, Leiter Benchmark, IAZI AG
- Herrn Kurt Ritz, MRICS, Head Real Estate Consulting, PricewaterhouseCoopers
- Herrn Jan P. Eckert, Managing Director Real Estate, Sal. Oppenheim jr. & Cie. Corporate Finance (Switzerland) Ltd.
- Herrn Christoph Zaborowski, Partner von Wüest und Partner, Leiter IPD Switzerland

Auch wenn die Arbeit in der männlichen, dritten Person Singular geschrieben ist, sind selbstverständlich ebenfalls alle weiblichen Personen eingeschlossen.

---

## Inhaltsverzeichnis

<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS .....</b>	<b>VI</b>
<b>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS .....</b>	<b>VII</b>
<b>1. EINLEITUNG .....</b>	<b>1</b>
1.1    PROBLEMSTELLUNG UND ZIELSETZUNG .....	1
1.2    METHODISCHES VORGEHEN UND AUFBAU DER ARBEIT .....	1
1.3    INHALTLICHE ABGRENZUNGEN .....	2
<b>2. DIE BEDEUTUNG DER IMMOBILIEN SOWIE DER EINZELNEN     PRODUKTE IM GESAMTMARKT .....</b>	<b>3</b>
2.1    IMMOBILIEN – EINE AN BEDEUTUNG STETIG ZUNEHMENDE ANLAGEKATEGORIE .....	3
2.2    DEFINITION IMMOBILIENANLAGEPRODUKTE .....	4
2.2.1 <i>Immobilienaktiengesellschaft</i> .....	4
2.2.2 <i>Direktanlagen</i> .....	5
2.2.3 <i>Immobilienfonds</i> .....	6
2.2.4 <i>Anlagestiftungen</i> .....	7
<b>3. PERFORMANCE-MESSUNG .....</b>	<b>9</b>
3.1    DEFINITION PERFORMANCE SOWIE DIE VERSCHIEDENEN ANWENDUNGEN .....	9
3.2    NOTWENDIGKEIT UND ZIELSETZUNG DER PERFORMANCE-MESSUNG .....	10
3.3    MESSUNG DER PERFORMANCE MIT KENNZAHLEN .....	12
3.3.1 <i>Zweck von Kennzahlen</i> .....	12
3.3.2 <i>Die wichtigsten Kennzahlen</i> .....	13
3.4    BEMESSUNG DER PERFORMANCE MIT BENCHMARK .....	16
3.4.1 <i>Definition Benchmark</i> .....	16
3.4.2 <i>Interne Performance-Messung</i> .....	17
3.4.3 <i>Externe Performance-Messung</i> .....	18
3.5    WICHTIGE EINFLUSSFAKTOREN AUF DIE PERFORMANCE .....	23
3.5.1 <i>Immobilien-Portfoliostruktur</i> .....	23
3.5.2 <i>Steuern</i> .....	24
3.5.3 <i>Bewertungsarten und -vorschriften</i> .....	24
3.5.4 <i>Finanzierung</i> .....	25

3.5.5	<i>Inflation</i> .....	26
3.5.6	<i>Management Fee / Kommissionen</i> .....	27
<b>4.</b>	<b>PERFORMANCE-MESSUNG DER IMMOBILIENANLAGEN IN DER PRAXIS</b> .....	<b>28</b>
4.1	WIE DIENSTLEISTUNGSANBIETER DIE PERFORMANCE-MESSUNG UND BENCHMARKING DER IMMOBILIENANLAGEPRODUKTE HEUTE ERLEBEN UND BEURTEILEN .....	28
4.1.1	<i>Informations- und Ausbildungszentrum für Immobilien AG (IAZI AG)</i> .....	28
4.1.2	<i>Investment Property Databank (IPD)</i> .....	30
4.1.3	<i>PricewaterhouseCoopers (PwC)</i> .....	33
4.1.4	<i>Sal. Oppenheim</i> .....	35
4.2	HANDHABUNG DER PERFORMANCE BEI IMMOBILIENANLAGEPRODUKTEN .....	38
4.2.1	<i>Bedeutung der Performance für Immobilienunternehmungen</i> .....	38
4.2.2	<i>Definition Performance in der Praxis</i> .....	39
4.2.3	<i>Verantwortlichkeiten für die Performance-Messung in den Unternehmungen</i> .....	40
4.2.4	<i>Aufbereitung der Performance-Daten in der Realität</i> .....	41
4.2.5	<i>Probleme bei der Aufbereitung der Performance-Daten</i> .....	42
4.2.6	<i>Wie die Zielperformance in Wahrheit festgelegt wird</i> .....	43
4.2.7	<i>Grundlage interner Performance-Messung in den Unternehmen</i> .....	44
4.2.8	<i>Praxis-Anwendung verschiedener Kennzahlen im internen Benchmarking</i> .....	45
4.2.9	<i>Grundlage externer Performance-Messung in den Unternehmen</i> .....	46
4.2.10	<i>Kennzahlenanwendung im externen Benchmarking</i> .....	48
4.2.11	<i>Berücksichtigung der Risiken bei der Performance-Messung</i> .....	51
4.2.12	<i>Benchmarking mit dem Ausland</i> .....	52
4.2.13	<i>Zufriedenheit mit den zur Verfügung stehenden externen Daten</i> .....	53
4.2.14	<i>Veränderung der Bedeutung der Performance im Wandel der Zeit</i> .....	54
4.2.15	<i>Handlungsbedarf im Bereich der Performance-Messung</i> .....	56
<b>5.</b>	<b>HANDLUNGSFELDER FÜR EINE OPTIMIERTE PERFORMANCE-MESSUNG FÜR IMMOBILIENANLAGEPRODUKTE IN DER SCHWEIZ</b> .....	<b>58</b>
5.1	ALLGEMEINE HANDLUNGSFELDER IM BEREICH KENNZAHLENERSTELLUNG .....	58
5.2	HANDLUNGSFELDER UND EMPFEHLUNGEN IM BEREICH BENCHMARKING.....	60
5.3	HANDLUNGSFELDER IM BEREICH IMMOBILIENRISIKEN .....	62
<b>6.</b>	<b>SCHLUSSWORT</b> .....	<b>64</b>

---

<b>7. ANHANG.....</b>	<b>66</b>
7.1 LITERATURVERZEICHNIS .....	66
7.2 INTERNETSEITEN .....	68
7.3 INTERVIEW-PARTNER .....	69
7.4 INTERVIEW-FRAGEBOGEN .....	69
7.5 KENNZAHLENÜBERSICHT .....	73
7.5.1 <i>Objekt und Bewirtschaftungskennzahlen.....</i>	<i>73</i>
7.5.2 <i>Statische Renditekennzahlen .....</i>	<i>75</i>
7.5.3 <i>Dynamische Renditekennzahl.....</i>	<i>76</i>
7.5.4 <i>Risiko-Kennzahlen.....</i>	<i>77</i>
7.5.5 <i>Weitere wichtige Kennzahlen .....</i>	<i>79</i>
7.6 UMFRAGE.....	81

---

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Funktionsweise eines Immobilienfonds .....	7
Abbildung 2: Einordnung der Performance-Messung und -Analyse in den Anlageprozess.....	10
Abbildung 3: Funktion der Performance-Messung .....	11
Abbildung 4: Übersicht über Performance-Messung von Immobilieninvestments .....	12
Abbildung 5: Bedeutung der Performance für Immobilienunternehmungen .....	38
Abbildung 6: Bedeutung der Performance für Immobilienunternehmungen .....	39
Abbildung 7: Verantwortlichkeiten für die Performance-Messung in den Unternehmungen .....	40
Abbildung 8: Aufbereitung der Performance-Daten in der Realität.....	41
Abbildung 9: Probleme bei der Aufbereitung der Performance-Daten .....	42
Abbildung 10: Wie die Zielperformance in Wahrheit festgelegt wird .....	43
Abbildung 11: Grundlage interner Performance-Messung in den Unternehmen.....	44
Abbildung 12: Praxis-Anwendung verschiedener Kennzahlen im internen Benchmarking.....	45
Abbildung 13: Grundlage externer Performance-Messung von Immobilienanlagen.....	46
Abbildung 14: Grundlage externer Performance-Messung von Immobilienanlagestiftungen .....	46
Abbildung 15: Grundlage externer Performance-Messung von Immobilienaktiengesellschaften .....	47
Abbildung 16: Grundlage externer Performance-Messung von Immobilienaktiengesellschaften .....	47
Abbildung 17: Benchmark-Kennzahlen von Immobilienanlagen.....	48
Abbildung 18: Benchmark-Kennzahlen von Immobilienanlagestiftungen .....	49
Abbildung 19: Benchmark-Kennzahlen von Immobilienaktiengesellschaften .....	49
Abbildung 20: Benchmark-Kennzahlen von Immobilienfonds.....	50
Abbildung 21: Berücksichtigung der Risikokennzahlen .....	51
Abbildung 22: Benchmarking mit dem Ausland Ja/Nein.....	52
Abbildung 23: Zufriedenheit mit den zur Verfügung stehenden externen Daten .....	53
Abbildung 24: Handlungsbedarf im Bereich Performance-Messung.....	56

---

## **Abkürzungsverzeichnis**

<b>AaA</b>	Anforderungen an Anlagestiftungen
<b>AG</b>	Aktiengesellschaft
<b>AIMRE-PPS</b>	Association of Investment Management and Research
<b>BSV</b>	Bundesamt für Sozialversicherungen
<b>BVG</b>	Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
<b>BVV2</b>	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
<b>EDV</b>	Elektronische Datenverarbeitung
<b>EPRA</b>	European Public Real Estate Association
<b>ESI</b>	Environmental Sustainability Index
<b>FINMA</b>	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
<b>FTSE EPRA/ NAREIT</b>	Global Real Estate Index Series
<b>GPR</b>	Global Property Research
<b>IAZI</b>	Informations- und Ausbildungszentrum für Immobilien
<b>IFRS</b>	International Financial Reporting Standards
<b>IPD</b>	Investment Property Databank
<b>IRR</b>	Rate of Return
<b>IT</b>	Informationstechnik
<b>KAG</b>	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen
<b>KGAST</b>	Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen
<b>NAV</b>	Net Asset Value
<b>PSP</b>	PSP Swiss Property AG

---

<b>PwC</b>	PricewaterhouseCoopers
<b>RICS</b>	Royal Institution of Chartered Surveyors
<b>SBI</b>	Swiss-Bond-Index
<b>SFA</b>	Swiss Funds Association
<b>SIA</b>	Schweizer Ingenieur- und Architektenverein
<b>SICAV</b>	Société d'investissement à capital variable
<b>SIP</b>	Société Internationale de Placements
<b>SIX</b>	Swiss Exchange (Zusammenschluss von Schweizer Finanzplatz-Infrastrukturunternehmen SWX Group, Telekurs Group und SIS Group zur Swiss Financial Market Services)
<b>SPI</b>	Swiss-Performance-Index
<b>SPPS</b>	Swiss Performance Presentation Standards
<b>SWIIP</b>	SWX Immofonds Index PR (Preis-Index)
<b>SWIIT</b>	SWX Immofonds Index TR (Performance-Index)
<b>Swiss GAAP FER 26</b>	Fachempfehlung zur Rechnungslegung (Rechnungslegung von Personal-Vorsorgeeinrichtungen)
<b>SWX</b>	Swiss Exchange
<b>UBS</b>	Union de Banque Suisse
<b>US GAAP</b>	United States Generally Accepted Accounting Principles
<b>VIV</b>	Verband der Immobilien-Investoren und -Verwaltungen
<b>WUPIX-A</b>	Indizes für die Aktien börsenkotierter Immobiliengesellschaften
<b>WUPIX-T</b>	Indizes für die börsenkotierten Immobilienfonds



## **1. Einleitung**

### **1.1 Problemstellung und Zielsetzung**

Immobilienanlageprodukte sind in der Schweiz nach wie vor, ja sogar immer mehr begehrte Investitionen, da sie eine nachhaltige und relativ stabile Performance aufweisen. In der Praxis gibt es für eine Performance-Messung eine Vielzahl von Theorien und Verfahren. Verbände und Unternehmungen haben in Form von Empfehlungen und Bestimmungen Grundlagen für die Berechnungen der Performance erlassen sowie Kennzahlen, um eine Vereinheitlichung und Vergleichbarkeit zwischen den verschiedenen Immobilienanlagen sicherzustellen. Trotz aller Theorien stellt sich nach wie vor die Frage, wie die Performance von direkten und indirekten Immobilienanlagen auf dem Schweizer Markt tatsächlich zu berechnen und zu interpretieren ist und vor allem auch, wie die einzelnen Immobilienanlagen ihre Performance benchmarken.

Diese Masterthesis untersucht einerseits, ob die bekannten theoretischen Berechnungen der unterschiedlichen Performance und deren Kennzahlen auch in Realität ihre Anwendung finden. Sie stellt Unterschiede oder Gemeinsamkeiten bei der Performance-Messung der Immobilienanlagen fest. Andererseits befasst sich die Arbeit mit der Frage, welche Benchmarks für Immobilienanlagen zur Performance-Messung hinzugezogen werden und welche Sinn machen. Zum Schluss werden Handlungsfelder im Bereich Performance-Messung dargelegt. Bei der Erarbeitung wird zwischen direkten und indirekten Immobilienanlagen unterschieden.

### **1.2 Methodisches Vorgehen und Aufbau der Arbeit**

Anhand der Literatur sowie der Standards für die Berechnungen von Kennzahlen der jeweiligen Immobilienverbände und -Vereine wird zunächst die Theorie dargestellt. Standards sind von der Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (KGAST), der Swiss Funds Association (SFA) oder der SIA Dokumentation D 0213 bekannt. Damit die in der Arbeit erwähnten Beispiele aktuell sind, werden auch Quellen aus dem Internet und der Presse benutzt. Die Internetseiten werden so ausgewählt, dass ihre Glaubwürdigkeit nicht in Frage gestellt werden kann.

Der praktische Teil besteht aus der Durchführung von persönlich geführten Interviews sowie aus eigenen Recherchen bei Unternehmungen direkter und indirekter Immobilienanlagen. Ergänzend dazu wurde mittels Fragebogen eine Online-Umfrage bei diversen namenhaften Unternehmen der Immobilienbranche durchgeführt. Möglichst repräsentative Ergebnisse und Erkenntnisse sowie eine aktuelle Sichtweise waren die Zielsetzung. Basierend auf den Erkenntnissen werden mögliche Handlungsfelder bei der Performance-Messung sowie beim Benchmarking der Performance für die Immobilienanlagen der Schweiz aufgezeigt.

### **1.3 Inhaltliche Abgrenzungen**

Die Masterthesis beschränkt sich auf die Performance-Messung von Immobilienanlageprodukten in der Schweiz. Obwohl eine Analyse von internationalen Immobilienprodukten interessant wäre und die gewonnenen Ergebnisse dadurch untermauert werden könnten, würde dies den Rahmen dieser Arbeit sprengen. Die Umfrage konzentriert sich daher auf bedeutende Unternehmungen, welche schwergewichtig in der Schweiz tätig sind. Bei den Direktanlagen wurden im Wesentlichen Firmen wie Versicherungen, Banken und Pensionskassen gewählt. Es ist jedoch nicht auszuschliessen, dass sie auch im Ausland Immobiliengeschäfte führen. Die Umfrage wurde so durchgeführt, dass sie eine möglichst repräsentative Aussage ergibt.

Die in der Arbeit erwähnten Immobilienanlageprodukte werden in direkte und indirekte Anlagen unterteilt. Die Masterthesis nimmt nicht die Sicht eines Investors ein, der auf dem Schweizer Markt unterschiedliche Investitionsoportunität hat, sondern die Betrachtungsweise der jeweiligen Unternehmung in ihrem Marktumfeld.

Beispiele für Performance-Kennzahlen werden grob erläutert, um dem Leser einen Überblick über die Wesentlichsten aufzuzeigen. Weitere Details zu den aufgeführten Kennzahlen sind im Anhang zu finden. Um den Rahmen der Arbeit nicht zu sprengen, werden Benchmarks wie Indizes zwar erwähnt, jedoch nicht spezifisch im Detail erläutert.

## **2. Die Bedeutung der Immobilien sowie der einzelnen Produkte im Gesamtmarkt**

In der Schweiz gibt es verschiedenste Immobilienanlageprodukte, für die eine eigene Methode der Performance-Messung angewendet wird. Der Schweizer Immobilienmarkt ist bedeutend. Er ist grössten Teils von der weltweiten „Immobilienblase“ verschont geblieben. Mit letzterer ist der überhitzte Immobiliensektor angesprochen, der als Folge der weltweiten Finanzkrise im Jahre 2008 zusammenbrach und die Preisexzesse korrigierte. Der Schweizer Markt erhält somit einen speziellen Investitionsstatus.

### **2.1 Immobilien – eine an Bedeutung stetig zunehmende Anlagekategorie**

Sowohl für private Anleger als auch für institutionelle Investoren sind Immobilien heute eine der bedeutendsten Form der Kapitalanlage. In Zeiten volatiler Märkte und Inflation schätzen Anleger Immobilien vermehrt als inflationsgeschützte, stabile und sichere Investitionen. Lange Zeit galten sie als langweilig und verstaubt. Der Markt für Immobilienanlagen war früher in der Schweiz nicht sonderlich entwickelt und gegenüber Aktien und Bonds um einiges intransparenter. Ein eigentliches Revival erlebten Immobilienanlagen aber aufgrund des Aktiencrashes zu Beginn der Jahrtausendwende und der anschliessend schwachen Konjunktorentwicklung<sup>1</sup>. Immobilienanlagen haben deshalb aufgrund ihres spezifischen Rendite-/Risikoprofils im Rahmen der Portfolio-Diversifizierung massiv an Bedeutung gewonnen. Die Performance-Messung ist heute ein zentraler Bestandteil geworden. In den letzten zehn Jahren wiesen beispielsweise indirekte Immobilienanlagen unterschiedlichster Art weltweit ein rapides Wachstum auf. Einer der Hauptgründe für die spektakuläre Entwicklung des Immobilienmarktes ist nicht die Börsenentwicklung, sondern die Anerkennung der Immobilien als selbstständige Anlageklasse. Nachstehend die Kriterien, welche für die Behandlung als eigene Anlageklasse ausschlaggebend sind: Die Grösse des Marktes, eine im Vergleich mit anderen Anlageklassen wettbewerbsfähige und dem Risiko entsprechende Rendite sowie spezifische Renditeeigenschaften. Daher erstaunt es nicht, dass beispielsweise schrittweise Immobilienindizes eingeführt worden sind. Zusätzlich entstanden Unter-

---

<sup>1</sup> Vgl. UBS Business Banking, Immobilien, Fokus für institutionelle Anleger, S. 1

nehmen, wie die Investment Property Databank (IPD), welche die Rendite und das Wachstum von Immobilienwerten ausweisen<sup>2</sup>.

## **2.2 Definition Immobilienanlageprodukte**

Immobilienanlageprodukte werden auf einer übergeordneten Ebene in direkte und indirekte Immobilienanlagen unterteilt. In der Schweiz stehen dem Privatanleger drei Möglichkeiten zur Verfügung, in Immobilien zu investieren. Er kann in kotierte Immobilienanlagen, in direkte Anlagen oder in Immobilienfonds investieren. Für institutionelle Anleger, wie Pensionskassen, gibt es zusätzlich die Möglichkeit, Geld in Anlagestiftungen anzulegen<sup>3</sup>. In der Schweiz dominiert der Direktbesitz von Immobilien. Der Trend in Richtung indirektem Immobilienbesitz (Fonds, Immobilienaktiengesellschaften, etc.) ist zurzeit ausgeprägt feststellbar. Damit sind Immobilien im weitesten Sinne kapitalmarktfähig. Nachfolgend werden die wichtigsten Immobilienanlageprodukte und deren Entwicklung kurz vorgestellt.

### **2.2.1 Immobilienaktiengesellschaft**

Unter Immobilienaktiengesellschaften sind Aktiengesellschaften zu verstehen, die ein Immobilienportfolio verwalten. Es gibt Gesellschaften, welche neben den eigenen Objekten Immobilien für Dritte verwalten oder welche in der Entwicklung, im Handel und als Generalunternehmer tätig sind oder Services im Bereich Facility Management anbieten. Immobilienaktiengesellschaften sind somit in Bezug auf Geschäftspolitik und Kapitalstruktur sehr heterogen. Einige Immobiliengesellschaften entfernen sich aufgrund ihrer Geschäftspolitik gegenwärtig erheblich vom defensiven Charakter des Immobiliengeschäftes. Als Beispiel kann die Firma Züblin<sup>4</sup> genannt werden. Eine Immobiliengesellschaft verschafft sich mit der Ausgabe von Aktien an der Börse Kapital. Mit dem Kauf dieser Aktien erwirbt jeder Kapitalgeber einen Anteil an der Immobiliengesellschaft. Er wird somit zu einem bestimmten Teil Eigentümer. Eine indirekte Beteiligung mittels Immobilienaktien bietet Bequemlichkeit, denn auch kleine Beträge können investiert werden. Über die Börse ist selbst ein Verkauf rasch wieder möglich. Den an der Börse kotierten Immobiliengesellschaften wurden Richtlinien auferlegt, wie

---

<sup>2</sup> Vgl. [www.handelszeitung.ch](http://www.handelszeitung.ch), 04.07.2009

<sup>3</sup> Vgl. Swiss Funds Association SFA, Schweizer Immobilienfonds – eine bewährte Anlageklasse, S. 5

<sup>4</sup> Vgl. Eckmann Urbanski Carmen: Performance und Bewertung von Immobilienportfolios, S. 45

beispielsweise eine halbjährliche Offenlegungspflicht der Immobilien, den Bezug eines externen Bewerter, die Art der Bewertungsmethode oder Anforderungen an die Finanzberichterstattung<sup>5</sup>. Im Gegensatz zu Immobilienfonds verfolgen Immobilienaktiengesellschaften tendenziell eine aktivere Buy-and-Manage/Sell-Strategie. Sie investieren vermehrt in Geschäftliegenschaften. Seit dem Jahre 2000 werden die Immobiliengesellschaften als spezieller Typ Investmentgesellschaften an der SIX geführt<sup>6</sup>. Von den Investoren wurden sie eher verhalten aufgenommen. Eine zu geringe Liquidität und das noch zu kleine Marktvolumen könnten hierfür Ursache sein. Die Aktien der Immobiliengesellschaften korrelieren stärker mit den Aktienmärkten als die Anteilscheine der Immobilienfonds und weisen ein höheres Risiko auf. Die Fremdvverschuldung von Immobilienaktiengesellschaften kann mehr als 50 % betragen, was ein wesentlicher Unterschied zu Fonds darstellt und je nach Standpunkt als Vor- oder Nachteil angesehen werden kann. Dafür sind die Renditeaussichten tendenziell besser. Ein Grossteil der Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz stammt aus den Jahren 1997 bis 2000. Zum einen vollzogen einst in anderen Bereichen tätige Unternehmen einen Wandel hin zu einer Immobilienunternehmung, so etwa 1997 der ehemals international ausgerichtete Warenhauseigentümer und -betreiber Intershop oder die frühere Industrieunternehmung Maag. Zum anderen kam es in diesen Jahren zu diversen Neugründungen und Börsengängen von Immobilienaktiengesellschaften<sup>7</sup>. Die grössten Schweizer Immobilienaktiengesellschaften sind die PSP Swiss Property, die Swiss Prime Site und die Mobimo Holding<sup>8</sup>.

### **2.2.2 Direktanlagen**

Die Schweizer sind bekanntlich ein Volk von Mietern. Nur gerade 31 Prozent besitzen Wohneigentum und nur wenige investieren in Immobilienanlagen. Immobilieninvestments werden vor allem von Pensionskassen und Versicherungen getätigt. Diese bevorzugen Anlagen in Immobilien zu Wohnzwecken<sup>9</sup>. Eine Unternehmung hat verschiedene Möglichkeiten, direkt in Immobilien zu investieren. Sie kann beispielsweise in Mehrfamilienhäuser, Gewerbehäuser oder Immobilienprojekte investieren. In der Regel sind

---

<sup>5</sup> Vgl. RICS: Swiss Valuation Standards (SVS), S. 15

<sup>6</sup> Vgl. PricewaterhouseCoopers: Das schweizerische Anlagefondswesen, S. 27

<sup>7</sup> Vgl. Gantenbein Pascal Dr.: Performance von Immobiliengesellschaften, S. 8

<sup>8</sup> Vgl. Siepe Werner: Immobilien für Kapitalanleger, S. 140

<sup>9</sup> Vgl. Bank Sal. Oppenheim: Immobilien Investment Survey 2008, S. 16

solche Investitionen mit hohem Kapitaleinsatz und einer Fremdkapitalaufnahme verbunden. Wenn man sich selbst nicht um die Anlage kümmern will, ist zusätzlich der Verwaltungsaufwand zu berücksichtigen. Die Verwaltung der Immobilien kann im Rahmen eines Outsourcing auch durch eine Drittfirma übernommen werden. Direktanleger sind in der Regel eher konservativ, da sie auf Werterhaltung, Sicherheit und Inflationsschutz setzen. Die Unternehmung, welche in direkte Immobilien investiert, hat den Vorteil, dass sie selber vollständig über ihre Immobilie entscheiden kann<sup>10</sup>.

### **2.2.3 Immobilienfonds**

In der Schweiz wurde im Jahre 1938 mit der Société Internationale de Placements (SIP) der erste Immobilienfonds lanciert. Die meisten Immobilienfonds wurden aber in den Jahren 1954 bis 1963 gegründet. Mit dem ersten Anlagefondsgesetz im Jahre 1963 wurde diese Anlageform rechtlich speziell erfasst<sup>11</sup>. Immobilienfonds sind heute in der Schweiz die bekannteste Anlageform indirekter Immobilieninvestitionen<sup>12</sup>. Ein Immobilienfonds ist wie ein gemeinsamer „Topf“, in welchen eine Vielzahl von Anlegern unabhängig voneinander einen Geldbetrag investieren. Aufgrund dessen entsteht ein Gesamtvermögen, welches von einem interdisziplinären Spezialistenteam verwaltet und in verschiedene Immobilien angelegt wird. Dabei müssen die Vorgaben des Fondsvertrages, des KAG sowie die SFA-Richtlinien eingehalten werden. Die Investoren sind mit ihrer Einlage am breit gestreuten, professionell gemanagten Immobilienportfolio beteiligt<sup>13</sup>. Ein Immobilienfonds investiert in direkten oder indirekten Grundbesitz. Er kann sich auch an Forderungen gegen Immobiliengesellschaften beteiligen. Miteigentum an Grundstücken ist ebenfalls erlaubt, sofern die Fondsleitung einen beherrschenden Einfluss ausüben kann<sup>14</sup>.

---

<sup>10</sup> Vgl. [www.iazi.ch](http://www.iazi.ch), 20.05.2009

<sup>11</sup> Vgl. Gantenbein Pascal Dr.: Performance von Immobiliengesellschaften, S. 8

<sup>12</sup> Vgl. Eckmann Urbanski Carmen: Performance und Bewertung von Immobilienportfolios, S. 40

<sup>13</sup> Vgl. [www.sfa.ch](http://www.sfa.ch), 21.05.2009

<sup>14</sup> Vgl. PricewaterhouseCoopers: Das Schweizerische Anlagefondswesen, S. 25

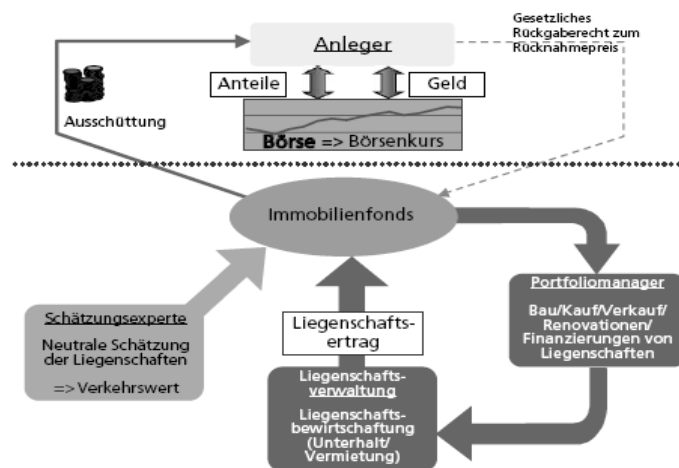


Abbildung 1: Funktionsweise eines Immobilienfonds<sup>15</sup>

In der Schweiz können offene und geschlossene Immobilienfonds unterschieden werden. Bei geschlossenen Immobilienfonds beteiligt sich der Anleger an einem Immobilienportfolio mit einer gegebenen Grösse. Dieser Fonds kauft also keine weiteren Objekte. Dagegen ist bei offenen Immobilienfonds der Erwerb neuer Anteilsscheine immer möglich; dieser Fonds kauft laufend neue Objekte<sup>16</sup>. Die Performance bei einem offenen Fonds setzt sich aus zwei Komponenten zusammen, und zwar der jährlichen Ertragsrechnung und der Wertveränderung des Anteils. Der jährliche Ertrag kann bar ausgeschüttet werden. Es gibt aber auch thesaurierende Fonds, bei welchen der Ertrag fortlaufend in das Fondsvermögen reinvestiert wird. Obwohl sich die indirekten Immobilienanlagen in den letzten Jahren zunehmender Beliebtheit erfreuen, fällt ihr Anteil am gesamten Immobilienmarkt noch gering aus.

#### 2.2.4 Anlagestiftungen

Die Gruppe Anlagestiftung geniesst in der Öffentlichkeit am wenigsten Beachtung, nicht zuletzt aufgrund des eingeschränkten Anlegerkreises. Anlagestiftungen unterscheiden sich von den Immobilienfonds dadurch, dass sie steuerbefreiten Vorsorgeeinrichtungen vorbehalten sind. Sie bewirtschaften jedoch ein sehr grosses Anlagevolumen. In Bezug auf die Anlagepolitik verfolgen sie eine ähnliche Strategie, wie die Immobilienfonds. Anlagestiftungen besitzen die Rechtsform einer Stiftung und unter-

<sup>15</sup> Vgl. [www.sfa.ch](http://www.sfa.ch), 21.05.2009

<sup>16</sup> Vgl. Klug Walter: Offene Immobilienfonds, S. 5

stehen dem Bundesamt für Sozialversicherung als oberster Aufsichtsbehörde. Die in der Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (KGAST) zusammengeschlossenen Anlagestiftungen verpflichten sich, gewisse Mindestanforderungen zu erfüllen. Dies mit dem Zweck, jegliche Risiken, die über diejenigen der Anlagemärkte hinausgehen, zu minimieren. Dadurch werden die Interessen der Mitstifter besonders geschützt. Die Einrichtung von Anlagestiftungen ermöglicht den Pensionskassen eine kostengünstige und doch professionell verwaltete Kollektivanlage in Immobilien<sup>17</sup>. Anlagestiftungen haben wesentliche Vorteile: Sie sind steuerlich begünstigt, weil sie keine Ertrags-, Kapital- und Stempelsteuer zu bezahlen haben. Ebenso erfolgt die Ausschüttung ohne einen Abzug der Verrechnungssteuer. Anlagestiftungen werden nicht über die Börse gehandelt, sondern der Handel läuft über die Anlagestiftung selbst bzw. über eine Depotbank. Daher wird der Preis des Anteilscheins auf Basis des Inventarwertes (NAV) ermittelt. Aufgrund dessen ist ihre Wertentwicklung ähnlich der direkten Immobilienanlage. Eine Anlagestiftung ist folglich besser für das Benchmarking von Immobilienbesitz geeignet, als Immobilienfonds oder Immobilienaktiengesellschaften. Ein wichtiger Vorteil dieser Anlageform besteht in der Möglichkeit, Sachanlagen wie das Immobilienportfolio kleinerer Pensionskassen in die Stiftung einzubringen, um somit von einer breiteren Diversifizierung profitieren zu können. Emission und Rückgabe sind grundsätzlich täglich auf der Basis des Inventarwertes möglich; allerdings kann es zu Wartelisten kommen, die sich auf die Liquidität nachteilig auswirken. Mitglieder des Stiftungsrates profitieren vom Vorteil des Mitbestimmungsrechtes, das ihnen sonst nur die Direktanlagen bieten.

---

<sup>17</sup> Vgl. [www.aramis.admin.ch](http://www.aramis.admin.ch), 04.07.2009



### **3. Performance-Messung**

Die Performance nimmt heute immer mehr an Bedeutung zu, insbesondere aufgrund der Globalisierung und dem damit verbundenen Wettbewerb mit immer kürzeren Innovationszyklen sowie dem zunehmenden Einfluss auf die Organisation. Um im Immobilienmarktumfeld stetig erfolgreich zu sein, muss die Performance ständig überwacht werden<sup>18</sup>. Was unter dem Begriff „Performance“ zu verstehen ist, wird im folgenden Abschnitt erläutert.

#### **3.1 Definition Performance sowie die verschiedenen Anwendungen**

Der englische Begriff „Performance“, welcher mit „Darstellung oder Leistung“ übersetzt wird, wurde in den deutschen Sprachgebrauch übernommen und wird heute in diversen Bereichen angewendet. Gemäss Begriffserläuterung der Wörterbücher erkennt man, dass der Ursprung dieses Begriffes heute noch Gültigkeit hat<sup>19</sup>.

Im praxisorientierten Umfeld der Finanzwirtschaft wird Performance heute im Allgemeinen definiert als prozentuale Veränderung des Wertes einer Investition, zuzüglich einem erzielten Ertrag und korrigiert um Ein- und Auszahlungen während einer Periode. Die Veränderung wird in Prozenten ausgedrückt. Sie zeigt den Überschuss einer Anlage unter Berücksichtigung des Risikos.

Die Bemessung der Performance in Portfolios ist äusserst vielschichtig und basiert auf einer Vielzahl von Konzepten und Techniken. Einige Berechnungen sind in gewissen Bereichen, Anlageprodukten oder Ländern standardisiert, andere wiederum nicht. Um in dieser Arbeit den Begriff Performance einheitlich zu verwenden, wird von der im vorangegangenen Abschnitt aufgeführten Definition ausgegangen.

Unter Berücksichtigung des Anlagerisikos wird im Rahmen des Risikomanagements der Überschuss der erzielten Anlagerendite über der vergleichbaren, adäquaten Benchmarkrendite als Performance bezeichnet. Zum anderen wird der Begriff Performance für den Gesamtertrag einer Anlage verwendet. Performance stellt den Total Return dar,

---

<sup>18</sup> Vgl. Wettstein Thomas: Gesamtheitliches Performance Measurement, S. 3

<sup>19</sup> Vgl. Wettstein Thomas: Gesamtheitliches Performance Measurement, S. 15

welchen der Investor in einer bestimmten Periode mit einer Anlage erzielt. Sie besteht aus dem Nettoertrag und der Marktwertveränderung<sup>20</sup>. Auch bei dieser Betrachtungsweise darf der Begriff Performance nicht mit dem Begriff Rendite gleichgesetzt werden. Rendite stellt eine Kennzahl dar, die eine Aussage über die Performance wiedergibt.

### 3.2 Notwendigkeit und Zielsetzung der Performance-Messung

Die Messung von Performance und deren Analyse ist ein integrierender Bestandteil des Immobilienanlageprozesses. Nur so kann beurteilt werden, wie gut oder schlecht eine Anlage im Vergleich zu einem anderen Anlageprodukt zu beurteilen ist<sup>21</sup>. Die Immobilien-Performance-Messung verfolgt das wesentliche Ziel, anhand korrekt erfasster Kennzahlen eine fundierte Analyse und Kontrolle der Performance im Vergleich mit der gleichen oder anderen Asset-Klassen zu ermöglichen<sup>22</sup>.

Die folgende Abbildung zeigt die Einordnung der Performance-Messung und -Analyse im Anlageprozess:

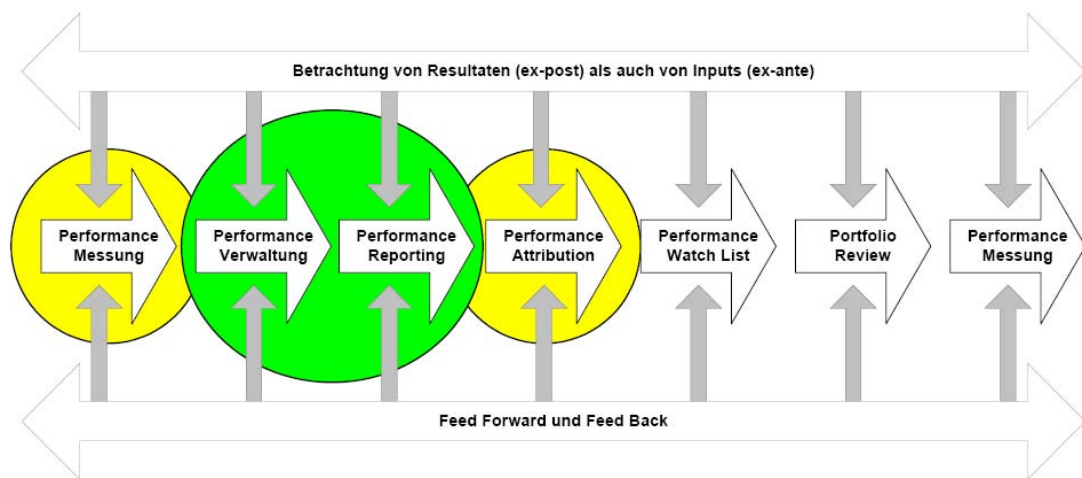


Abbildung 2: Einordnung der Performance-Messung und -Analyse in den Anlageprozess<sup>23</sup>

Die Performance-Messung ist auch bei der Entwicklung neuer Immobilienanlageprodukte wichtig, denn mit einer rückwirkenden Analyse, beispielsweise in Form einer Berechnung (sog. „Back-Testing“), kann herausgefunden werden, ob bei einem Anlage-

<sup>20</sup> Vgl. Gantenbein Pascal Dr.: Die Institutionen des schweizerischen Immobilienmarktes, S. 47

<sup>21</sup> Vgl. Motovilova Svetlana: Messung Präsentation und Analyse der Investment Performance - Aktuelle Herausforderungen und Entwicklungen in der Schweiz, S. 10

<sup>22</sup> Vgl. Schulte Karl Werner / Thomas Matthias: Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 208

<sup>23</sup> Vgl. www.swissbanking.org, 18.05.2009

produkt mit einer guten Performance gerechnet werden könnte. Anhand solcher Erkenntnisse können neu lancierte Immobilienanlagen optimiert werden<sup>24</sup>.

Die Performance-Messung dient noch weiteren Zwecken: Aktuelle oder potentielle Anleger erhalten damit für ihre eigenen Investitionsstrategien wesentliche Entscheidungsgrundlagen. Sie wird aber auch - wie nachfolgende Darstellung zeigt - bei verschiedensten anderen Aufgaben, beispielsweise im Marketing, als Grundlage herangezogen:

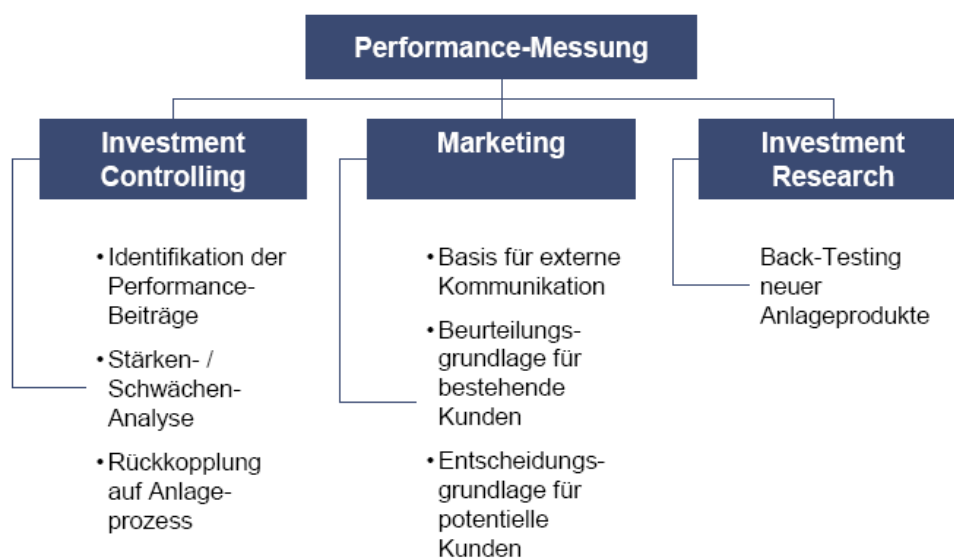


Abbildung 3: Funktion der Performance-Messung<sup>25</sup>

Die Ziele der Performance-Messung sind für ein Immobilienanlageprodukt von immenser Bedeutung. Gerade deshalb ist es sehr wichtig, dass die Berechnung korrekt und wahrheitsgetreu durchgeführt wird. Nur so ist das Ergebnis nützlich, und es können aufgrund dessen Entscheidungen getroffen werden. Auf welche Art die Performance-Messung durchgeführt wird, wird im nächsten Abschnitt erläutert.

<sup>24</sup> Vgl. Motovilova Svetlana: Messung Präsentation und Analyse der Investment Performance - Aktuelle Herausforderungen und Entwicklungen in der Schweiz, S. 11

<sup>25</sup> Vgl. Kleeberg Jochen M. Dr.: Moderne Methoden der internen Performance-Attribution, S. 4

### 3.3 Messung der Performance mit Kennzahlen

Die Performance-Messung lässt sich mit Hilfe von Kennzahlen erstellen. Sie sind in der Messtheorie eine quantitative, wesentliche Information. In der Praxis wird eine Vielzahl von Kennzahlen unterschieden.

#### 3.3.1 Zweck von Kennzahlen

Aufgabe des Portfoliomanagers ist die Bereitstellung geeigneter Kennzahlen. Für die Planung, Analyse, Entscheidung und Kontrolle müssen sie die erforderlichen zweckmässigen und gesuchten Informationen vermitteln. Die Kennzahlen (Performance-Attribution) müssen strukturiert aufbereitet und zusammengefasst werden. Die Anwendung eines Kennzahlensystems ermöglicht gegenüber einzelnen individuellen Kennzahlen eine übersichtliche Darstellung. Dabei eignet sich für die Ursachenanalyse der sog. „Kennzahlenbaum“, welcher einzelne „Äste“ hat, hervorragend. Der Portfoliomanager kann damit rasch Wesentliches erkennen. Auch Beeinflussungsfaktoren der Performance sind daraus klar ersichtlich. Ein solcher Kennzahlenbaum kann folgendermassen aussehen:

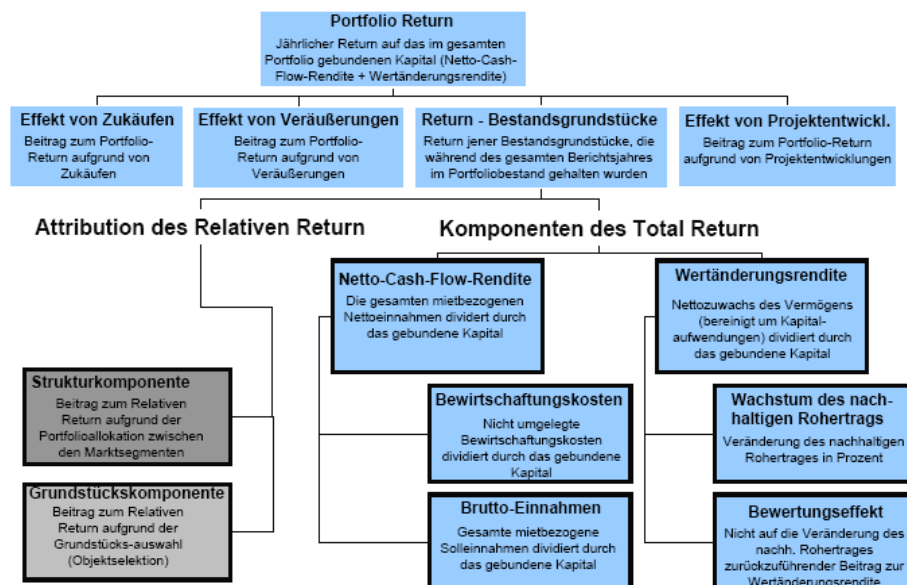


Abbildung 4: Übersicht über Performance-Messung von Immobilieninvestments<sup>26</sup>

Die einzelnen „Äste“ können verfeinert werden, damit daraus erkennbar ist, welchen Teil zur Gesamtrendite ein einzelner Ast beiträgt. Bei der Analyse sollte man struktu-

<sup>26</sup> Vgl. Matthias Thomas MRICS Prof. Dr., Performancemeasurement und Attribution, Folie 10

riert vorgehen. Vom Groben kann man zum Kleinen gehen, d.h. zuerst sind die Zahlen auf Stufe Portfolio zu beurteilen, anschliessend die Zahlen in den jeweiligen Bereichen.

### **3.3.2 Die wichtigsten Kennzahlen**

Es gibt eine Vielzahl von Kennzahlen. Die Rendite ist jedoch die wichtigste Zahl im Portfoliomanagement, weil sie unter Berücksichtigung aller Faktoren das Anlageergebnis zusammenfassend darstellt. Als Kennzahl drückt sie einen komplexen Sachverhalt in einer einzigen Zahl aus. Für deren Berechnung gibt es unterschiedliche Vorgehen. Welche Berechnungsgrundlage angewandt wird und wofür die Rendite geeignet sein soll, hängt vom jeweiligen Kontext ab<sup>27</sup>.

Bei der Berechnung der Rendite unterscheidet man zwei Arten, nämlich die geldgewichtete und die zeitgewichtete Rendite.

Bei der geldgewichteten Rendite wird unterstellt, dass die Kapitaldisposition die jeweilige Markteinschätzung des Eigentümers reflektiert. Positive Markteinschätzungen führen zu Investitionen, negative zu Desinvestitionen. Die geldgewichtete Rendite misst einerseits die allgemeine Marktentwicklung, andererseits die Timing-Fähigkeiten des Anlegers. Bei der Berechnung dieser Renditeart wird unterstellt, dass wertändernde Investitionen und Nettomieteinnahmen kontinuierlich über das Jahr verteilt auftreten und periodisch gewichtet werden. Deshalb werden diese beiden Faktoren bei der Ermittlung des durchschnittlich gebundenen Kapitals nur zu Hälfte berücksichtigt<sup>28</sup>. Die geldgewichtete Rendite stellt somit eine Durchschnittsrendite dar, welche für die Gesamtanlagedauer ermittelt wird und die Verzinsung des jeweils gebundenen Kapitals wiedergibt. Diese entspricht dem internen Zinsfuss, der auch Internal Rate of Return (IRR) genannt wird. Sie misst die gesamte Portfolioentwicklung (Management und Mittelflüsse) und beantwortet die Frage nach der durchschnittlichen Wertentwicklung<sup>29</sup>.

Bei der Berechnung der zeitgewichteten Rendite wird dagegen die Wertänderung auf Basis des am jeweiligen Periodenanfang bestehenden Kapitals gemessen. Der Gesamt-

---

<sup>27</sup> Vgl. Spremann Klaus Dr.: Portfoliomanagement, International Management and Finance, S. 60

<sup>28</sup> Vgl. Spremann Klaus Dr.: Portfoliomanagement, International Management and Finance, S. 211

<sup>29</sup> Vgl. Matthias Thomas MRICS Prof. Dr.: Performancemeasurement und Attribution, Folie 60

zeitraum wird in mehrere Subperioden aufgeteilt, deren Länge und Anzahl durch die Zeitpunkte der Mittelzuflüsse oder -abflüsse bestimmt werden. Daraus folgt, dass alle Kapitalströme schon im jeweiligen Anfangskapital der Subperiode berücksichtigt sind. Die Rendite wird innerhalb jeder einzelnen Subperiode ermittelt<sup>30</sup>. Für die exakte Ermittlung der zeitgewichteten Rendite muss neben Höhe und Zeitpunkt der einzelnen Zahlungsbewegungen auch der Wert des Portfolios zu diesen Zeitpunkten sowie zu Beginn und Ende des Betrachtungszeitraumes bekannt sein<sup>31</sup>. Die Methode der zeitgewichteten Rendite bringt den Vorteil mit sich, dass Wertänderungen der Immobilien ab dem Zeitpunkt der Wertermittlung auch unterjährig erfasst werden können. Problematisch ist es jedoch, die Berechnung einer jährlichen zeitgewichteten Rendite durchzuführen, welche auf monatlichen Werten basieren soll, wenn keine monatlichen Bewertungen der Immobilien vorliegen. Eine Berechnung der zeitgewichteten Rendite ist aber sehr sinnvoll, wenn die Leistung der Manager gemessen werden soll<sup>32</sup>. Aus Gründen der Datenverfügbarkeit ist es für einen Aussenstehenden kaum möglich, die zeitgewichtete Rendite im Rahmen einer externen Performance-Messung zu berechnen. Für Immobilienportfolios wird deshalb regelmässig die geldgewichtete Rendite ermittelt<sup>33</sup>.

Die wichtigsten Kennzahlen, welche immer wieder auftreten und sich im Immobilienbereich für die Analyse mit Drittdaten besonders eignen, sind die folgenden:

#### Objekt- und Bewirtschaftungskennzahlen

- Mietzinsausfallquote
- Betriebskostenquote
- Instandhaltungsquote
- Instandsetzungsquote
- Immobilienmanagement-Aufwandquote (TERimmo)
- EBIT-Marge

---

<sup>30</sup> Vgl. Spremann Klaus Dr.: Portfoliomanagement, International Management and Finance, S. 213

<sup>31</sup> Vgl. Matthias Thomas MRICS Prof. Dr.: Performancemeasurement und Attribution, Folie 54

<sup>32</sup> Vgl. Spremann Klaus Dr.: Portfoliomanagement, International Management and Finance, S. 214

<sup>33</sup> Vgl. Matthias Thomas MRICS Prof. Dr.: Performancemeasurement und Attribution, Folie 59

#### Statische Renditekennzahlen

- Bruttorendite
- Nettorendite
- Eigenkapitalrendite
- CFROI (Cash Flow Return on Investment)

#### Dynamische Renditekennzahlen

- Cash Flow Rendite
- Wertänderungsrendite
- Gesamtperformance (Objektstufe)
- Gesamtperformance (Portfoliostufe)

#### Risiko- Kennzahlen

- Standardabweichung (Volatilität)
- Beta-Faktor
- Sharpe-Ratio
- Jensen's Alpha

#### Weitere wichtige Kennzahlen

- Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV)
- Kurs/Buchwert-Verhältnis (KBV)
- Fremdkapitalquote (Leverage Ratio)
- Net-Asset-Value (NAV)

Details und Berechnung dieser Kennzahlen werden im Anhang der Arbeit unter der Überschrift „Kennzahlen“ dargelegt. Einige stützen sich auf die Schweizer SIA Dokumentation D 0213 „Finanzkennzahlen für Immobilien“.

### **3.4 Bemessung der Performance mit Benchmark**

Die Performance von Immobilien lässt sich nicht nur anhand von reinen Kennzahlen messen. Ein Vergleich mit gleichen oder unterschiedlichen Anlageklassen ist notwendig. Nur so kann eine Aussage gemacht werden, wie gut oder schlecht die eigenen Immobilien im Vergleich mit Fremdimmobilien zu beurteilen sind.

#### **3.4.1 Definition Benchmark**

Der englische Begriff „Benchmarking“ bedeutet: Bezugspunkt, Bezugswert, Massstab, Bewertung und Orientierungswert. Der Begriff stammt aus dem Vermessungswesen. Er bezeichnet eine Markierung, an welcher etwas gemessen und beurteilt wird.

In der Management-Lehre wird der Begriff für den Leistungsvergleich zwischen Institutionen oder Produkten benutzt. Dies mit dem Ziel, in einem qualitativen Prozess von den Besten zu lernen, um die eigene Leistungsfähigkeit zu erhöhen<sup>34</sup>.

Im Immobilienbereich ist Benchmarking so zu verstehen, dass man eine vergleichende Analyse von Immobilien mit einer anderen Gruppe durchführt. Zunächst ist festzulegen, was überhaupt verglichen werden soll. Aus Sicht des Investors kann beispielsweise die Qualität oder die Leistungsfähigkeit eines Immobilienportfolios beurteilt werden. Ist der Zweck der Messung bekannt, muss ein passender Vergleichsmassstab herbeigezogen werden<sup>35</sup>. Als Benchmark werden bei den Immobilien häufig ein Konkurrenzportfolio bzw. der Konkurrenzmarkt oder Immobilienindizes herangezogen.

Immobilienindizes können in zwei Hauptgruppen unterteilt werden: Zum einen in Indizes, welche die Performance von Immobilien, zum anderen in solche, welche die Performance von Immobilienfonds und -gesellschaften messen<sup>36</sup>.

Bei einem Benchmark-Vergleich ist jedoch Vorsicht geboten, damit nicht grundverschiedene Daten einander gegenübergestellt werden. Nicht nur die Art der Liegenschaft

---

<sup>34</sup> Vgl. Wettstein Thomas: Gesamtheitliches Performance Measurement, S. 31

<sup>35</sup> Vgl. Eckmann Urbanski Carmen: Performance und Bewertung von Immobilienportfolios, S. 9

<sup>36</sup> Vgl. Hepp Stefan Dr. oec. / Baumann Benjamin: Performance-Messung bei Immobilienanlagen, S. 1-2



oder die Portfoliostruktur muss in Betracht gezogen werden, sondern auch der Risiko-grad<sup>37</sup>. Gemäss Sharpe soll ein Benchmark eine reale erwerbbar Anlagealternative darstellen, gut diversifiziert und ex ante festgelegt sein, bevor Anlageentscheidungen getroffen werden. Problematisch ist oft auch die Verfügbarkeit der Daten, da die Kennzahlen meistens vertraulich sind.

Beim Benchmarking können verschiedene Formen unterschieden werden. Man kann zwischen internem und externem Benchmarking differenzieren.

### **3.4.2 Interne Performance-Messung**

Die interne Performance-Messung ist für alle Anlagegruppen gleich. Für die Analyse bedarf es einer klar strukturierten Liegenschaftenrechnung und Bilanzpositionen. Die Einnahmen und Ausgaben in der Erfolgsrechnung sowie die realisierten und nicht realisierten Gewinne, beispielsweise aus Liegenschaftenbewertungen, müssen übersichtlich dargestellt werden. Auch auf Stufe Bilanz sind die Wertänderungen pro Liegenschaft und deren eventuellen aktivierten Investitionen zu strukturieren. Bei Liegenschaftenverkäufen sollten die realisierten Gewinne, inkl. deren Transaktionskosten, nachvollziehbar sein.

Nur anhand vorhandener Zahlen kann die Performance-Entwicklung analysiert werden. Wie haben sich Mietzinseinnahmen oder Betriebskosten entwickelt? Haben die Instandhaltungskosten in den letzten sechs Monaten zugenommen? Solche Fragen müssen aus den Kennzahlen lesbar sein.

Um gewisse Schlüsselzahlen zu visualisieren, wie etwa die Leerstandsentwicklung, eignen sich separate Grafiken, aus welchen sich Tendenzen erkennen lassen. Die Abfrage solcher Übersichten sollte immer auf Stufe Liegenschaften und Portfolio möglich sein.

Eine zusätzliche Spalte mit Abweichungen in Prozenten, gegebenenfalls zum Budget oder zur Vorperiode, kann sehr nützlich sein und Handlungsbedarf frühzeitig aufzeigen.

---

<sup>37</sup> Vgl. Schulte Karl Werner / Thomas Matthias: Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 46

Der sog. Kennzahlenbaum, der einen überschaubaren Aufbau aufweist, ermöglicht einen Vergleich der Immobilien. Er lässt Rückschlüsse auf die Datenbasis zu, falls Daten noch detaillierter zu prüfen sind. Die klare Datenstruktur ist für Kennzahlen und deren Beurteilung entscheidend. Viele Manager von Anlageprodukten sind aufgrund von Richtlinien der jeweiligen Verbände oder Vereine wie SFA oder KGAST verpflichtet, ihre Datenstrukturen und Kontenpläne anzupassen, um die geforderten Kennzahlen zu berechnen. Entscheidend ist aber, dass die Kennzahlen einheitlich, d.h. immer gleich, berechnet werden. Nur so ist eine sinnvolle Nutzung möglich. Vor der Berechnung sind daher klare Definitionen nötig, wozu die einzelnen Kennzahlen überhaupt benötigt werden. Damit wird die Analyse hinterfragt und korrekt angewendet. Nicht nur die Vorbereitung der Untersuchung, auch die Ergebnisse müssen kritisch hinterfragt werden.

Einflussgrößen wie Lage, Zustand, Nutzungsart, usw. sind als Grundlagen für den Vergleich heranzuziehen und dürfen nicht vernachlässigt werden. Eine Klassifizierung der Gebäudekategorien ist durchaus sinnvoll und ermöglicht präzisere Ergebnisse. Dies kann in Form eines Ratings geschehen. Objektzustand, Mikrolage, Nutzbarkeit und Standard können differenziert und klassifiziert werden. Offen ist, mit welchen Mitteln die Zahlen und Vergleiche erstellt werden. Es gibt diverse dafür geeignete Computer-Programme. In der Schweiz hat sich insbesondere das Programm Immopac sehr gut bewährt.

### **3.4.3 Externe Performance-Messung**

Die externe Performance-Messung basiert auf der vergleichenden Analyse der eigenen Daten mit Fremddaten. Diese können aus dem Immobilienbereich stammen oder aus einer ganz anderen Anlageklasse, verschiedene Möglichkeiten stehen zur Verfügung. Die Performance zu vergleichen ist wegen der unterschiedlichen Berechnungsarten der Kennzahlen bis heute ein Problem. In der Schweiz bestehen seit 1997 die Swiss Performance Presentation Standards (SPPS), welche sich an die Association of Investment Management and Research (AIMRE-PPS) anlehnen<sup>38</sup>. Die genannte AIMRE-PPS wurden im Jahre 1987 für die Berichterstattung von Performance-Zahlen

---

<sup>38</sup> Vgl. Spitz Daniel: Swiss Performance Presentation Standards (SPPS), S. 10

in den USA eingeführt. Die Schweiz ist nach den USA und Kanada das dritte Land, das Standards bezüglich der Präsentation von Ergebnissen im Vermögensverwaltungsbe- reich erliess<sup>39</sup>.

Swiss Funds Association (SFA) hat des Weiteren die Fondsleitungen von Immobilien- fonds, die Société Internationale de Placements (SICAV) sowie die Vertreter ausländi- scher Immobilienfonds verpflichtet, in den Fondsinformationen einheitliche Kennzahlen zu verwenden. Sie haben sich an die in der Fachinformation „Kennzahlen von Immobi- lienfonds“ festgelegten Begriffe und Definitionen zu halten und in den Jahres- und Halbjahresberichten Mindestkennzahlen offen zu legen. Mit diesen Richtlinien will die SFA einheitliche und vergleichbare Informationen für Anleger sicherstellen und zur Transparenz beim Produkteangebot am schweizerischen Fondsmarkt beitragen<sup>40</sup>.

Auch der Verein der Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (KGAST) hat eine Fachinformation über Kennzahlen von Immobilien herausgebracht, um eine einheitliche und vergleichbare Information der Anleger und eine möglichst hohe Transparenz des Produktangebotes der Immobilien-Sondervermögen der schweizerischen Anlagestiftungen sicherzustellen. Die KGAST Kennzahlen wurden in Anlehnung an die von der SFA definierten Standards festgelegt. Die SFA ist in ihrer Funktion als Selbstregulierungsorganisation der Fondsbranche tätig. Kennzahlen sind mindestens einmal jährlich im Jahresbericht offen zu legen<sup>41</sup>. Watson Wyatt führt seit 1992 im Auftrag der KGAST vierteljährliche Performance-Vergleiche durch. Diese Auswertungen dienen den Pensionskassen zur Beurteilung und Analyse der historischen Rendite und zeigen das Risiko von Anlagegruppen. Immobilien im Wert von ungefähr CHF 69 Mrd. werden von den fünfundzwanzig in der KGAST zusammengeschlossenen Anlagestiftungen verwaltet<sup>42</sup>.

Für Immobiliendirektanlagen bestehen Vergleichsmöglichkeiten der Performance- Zahlen am Markt, beispielsweise mit dem von IPD / Wüest und Partner detaillierten

---

<sup>39</sup> Vgl. PricewaterhouseCoopers: Swiss Performance Presentation Standards, S. 3

<sup>40</sup> Vgl. Swiss Funds Association SFA, Kennzahlen von Immobilienfonds, S. 1

<sup>41</sup> Vgl. [www.kgast.ch](http://www.kgast.ch), 30.05.2009

<sup>42</sup> Vgl. [www.watsonwyatt.com/europe/switzerland](http://www.watsonwyatt.com/europe/switzerland), 30.05.2009

Benchmarking Report oder mit dem einmal jährlich publizierten IPD / Wüest und Partner Schweizer Immobilien Index. Der Index misst den Total Return direkt gehaltener Bestandsliegenschaften. Für das Berichtsjahr 2008 beträgt der Index 6.1 % über alle Liegenschaftskategorien. Immobilienfirmen stellen ihre Daten zur Verfügung und verpflichten sich, ihre Immobilien einmal im Jahr zu bewerten. Anhand des IPD / Wüest & Partner Schweizer Immobilien Indexes können die Entwicklungen bzw. der Stand der Netto Cash Flow Rendite, der Wertänderungsrendite und demnach auch der Total Return entnommen werden. Dieser unterteilt nach Liegenschaftentypen wie Büro, Wohnen, Handel usw. Seit der Lancierung dieses Indexes im Jahre 2003 sind per Ende 31. Dezember 2008 total 4'089 Liegenschaften mit einem Verkehrswert von ca. CHF 59 Mrd. erfasst<sup>43</sup>. Damit jedoch ein Vergleich nützlich ist, muss man wissen, wie der Index diversifiziert ist und wie sich das eigene Portfolio zusammensetzt.

Die Firma Wüest und Partner publiziert periodisch auch das sog. Immo-Monitoring, welches eine Übersicht über Preisentwicklungen und Tendenzen des Immobilienmarkts nach Regionen aufzeigt. Preise, Ratings und das Investitionsverhalten können daraus entnommen und mit den eigenen Daten verglichen werden.

Ein weiterer Marktanbieter im Zusammenhang mit Performance-Daten ist das Informations- und Ausbildungszentrum für Immobilien (IAZI), welches mit seinem Produkt IAZI Swiss Property Benchmark über 7'000 Liegenschaften mit einem Marktwert von mehr als CHF 70 Mrd. erfasst und der repräsentative Benchmark für Immobilien in der Schweiz ist. Führende Anlagestiftungen, Immobilienfonds, Immobilienaktiengesellschaften, Pensionskassen, Versicherungen und Banken speisen ihre Objekt- und Finanzdaten in diesen Bericht ein. Diese Kennzahlen, welche die internationalen Standards einhalten, werden über die ganze Schweiz nach Liegenschaftskategorien und Regionen berechnet und analysiert. Die Analyse unterteilt z.B. nach Kantonen, Bauperiode, Nutzungsart, usw. Man erhält, mit Zeitreihen seit 1994, jährliche Daten über Rendite, Aufwendungen und Erträge. Dies sowohl von Wohnimmobilien, Büro- und Gewerbeobjekten, als auch von gemischt genutzten Liegenschaften der gesamten

---

<sup>43</sup> Vgl. [www.ipd.com/switzerland](http://www.ipd.com/switzerland), 30.05.2009

Schweiz<sup>44</sup>. Aufgrund der Vertraulichkeit der Finanzkennzahlen werden die Daten bei IAZI anonymisiert und nachträglich wieder zur Verfügung gestellt, so dass ein „Messen an den Besten“ der Branche stattfinden kann, ohne dass vertrauliche Informationen gegenüber der Konkurrenz öffentlich werden<sup>45</sup>.

Zusätzlich publiziert IAZI ebenfalls vierteljährlich die SWX IAZI Real Estate Price Indizes, welche auf einem Transaktionspool basieren. Darunter gibt es den sog. SWX IAZI Real Estate Performance Index für Immobilien-Direktanlagen, der sich aus der Preisentwicklung des SWX IAZI Real Estate Price Indexes und der Netto Cash Flow Rendite des IAZI Swiss Property Benchmark zusammensetzt. Er ist, wie der Swiss Performance Index (SPI), ein Total Return Index<sup>46</sup>.

Im Zusammenhang mit Performance-Vergleichen für Immobilienfonds ist auch der Rüd Blass Immobilien-Index (ehem. Lipper) zu nennen, der maximal zehn Schweizer Immobilienfonds repräsentiert. Er besteht seit 1960. Heute wird er im Auftrag von Rüd Blass von der Swiss Exchange (SIX) fünf Mal täglich berechnet. Von diesem Index gibt es zwei Arten, nämlich den Nettovermögen-gewichteten Index, der auf die Grösse der enthaltenen Immobilienfonds Rücksicht nimmt und den gleichgewichteten Index, der das arithmetische Mittel der Kurse der entsprechenden Immobilienfonds berechnet.

Aussagekräftiger für einen Vergleich mit Immobilienfonds ist der SWX Immobilienfonds Index, in welchem alle börsenkotierten Immobilienfonds der Schweiz enthalten sind. Auch hier gibt es zwei unterschiedliche Berechnungen: Den Performance Index SWIIT einerseits, welcher die Dividendenauszahlungen bei der Indexberechnung reinvestiert und den Preisindex SWIIP andererseits, der keine Ausschüttungen berücksichtigt. Diese beiden Indizes wurden erstmals am 3. Januar 1995 im Auftrag der Zürcher Kantonalbank berechnet. Am 2. April 2002 wurden sie von der Swiss Exchange (SWX) übernommen<sup>47</sup>.

---

<sup>44</sup> Vgl. [www.iazi.ch](http://www.iazi.ch), 20.05.2009

<sup>45</sup> Vgl. Scognamiglio Donato Dr. Prof.: Immobilienbewertungsmethoden und Benchmarking, S. 63

<sup>46</sup> Vgl. [www.iazi.ch](http://www.iazi.ch), 20.05.2009

<sup>47</sup> Vgl. [www.six-swiss-exchange.com](http://www.six-swiss-exchange.com), 2.06.2009

Zusätzlich zum SWX Immobilienfonds eignet sich der WUPIX-F Index von Wüest & Partner AG und für die börsenkotierte Immobilienaktiengesellschaften den WUPIX-A Index. Die Berechnung beider Indizes erfolgt nach den international anerkannten Standards<sup>48</sup>.

Bei der Auswahl anderer Anlageklassen für die Performance-Messung stellt sich die Frage, welche Investition statt einer Direktinvestition in Immobilien gewählt werden kann. Das Anlagerisiko ist bei diesem Gedanken zu berücksichtigen. Ob der Vergleich sinnvoll ist, muss geprüft werden, denn Immobilien sind eine Anlageklasse für sich. Die Swiss Exchange (SIX) bietet eine Vielzahl von Vergleichsprodukten wie Indizes an, welche die Performance des Schweizer Marktes messen, wie beispielsweise SPI oder SBI usw.

---

<sup>48</sup> Vgl. [www.wuestundpartner.com](http://www.wuestundpartner.com), 3.06.2009

### **3.5 Wichtige Einflussfaktoren auf die Performance**

Eine Vielzahl von Grössen beeinflussen die Performance und dürfen deshalb nicht ausser Acht gelassen werden. Zu unterscheiden ist, auf welcher Stufe die Performance analysiert wird. Es gibt zum einen die Portfoliobetrachtung, bei der beispielsweise die Fremdfinanzierung oder die Management Fees eine Rolle spielen. Zum anderen ist die Immobilienbetrachtung wichtig, beispielsweise der Standort der Immobilien oder die kantonalen Erlasse. Die nachfolgenden Unterkapitel geben dem Leser eine grobe Übersicht über die Einflussgrössen.

#### **3.5.1 Immobilien-Portfoliostruktur**

Die Struktur des Immobilien-Portfolios bzw. die Liegenschaftenauswahl kann die Performance unter Berücksichtigung des eingegangenen Risikos stark beeinflussen. Nicht nur die Auswahl des Immobilientyps, sondern auch die Lagefaktoren (Mikrolage, Nachbarschaft, Erschliessung und Zonenzugehörigkeit der Gebäude), Gebädefaktoren (Alter, Volumen und Bausubstanz), Ertragsqualität, Mietermix sowie Grundlasten können die Performance beeinträchtigen. Das Portfoliorisiko kann durch einen Mix unterschiedlicher Liegenschaften minimiert bzw. optimiert werden. Die gewählte Portfoliostrategie ist entscheidend. Dabei werden in der Praxis unterschiedliche Ausrichtungen unterschieden. Wählt man eine Strategie „Core“, wird ein moderates Risiko eingegangen. Sie bildet die Performance eines langfristigen Referenzindex ab. Bei der „Value-added“ Strategie besteht ein erhöhtes Risiko mit substanzieller Steigerung von (Miet-)Einnahmen und Veräusserungswert. Die höchste Stufe ist die „Opportunistic“ Ausrichtungsstrategie. Sie ist mit einem hohen Risiko verknüpft, mit kurzfristig auftretenden Chancen auf Erträge<sup>49</sup>. Welche Strategie verfolgt wird, um die gewünschte Performance zu erreichen, ist entscheidend.

---

<sup>49</sup> Vgl. Schulte Karl Werner / Thomas Matthias: Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 47

### 3.5.2 Steuern

Aufgrund des föderalistischen Steuersystems gibt es in der Schweiz für die verschiedenen Formen der indirekten Immobilienanlagen eine Vielzahl von steuerlichen Regelungen und Sonderregelungen. Steuerbefreite Anlagestiftungen stehen beispielsweise ausschliesslich den BVG-unterstellten Institutionen offen. Je nach Kanton werden Anlagefonds unterschiedlich besteuert oder Immobilienaktiengesellschaften unterliegen der Doppelbesteuerung. Noch unterschiedlicher ist es bei den direkten Immobilienanlagen, deren Besitz und Handel steuerlich sehr stark eingeschränkt ist<sup>50</sup>. Bei Immobilienprojekten ist es wichtig, dass von den durch die Investitionsobjekte erwirtschafteten Bruttoerträgen möglichst wenig Steuern zu zahlen sind. Denn je grösser die Steuerlast, desto geringer die Nettoerträge. Es ist nicht nur auf Steuern zu achten, die auf der Objektebene selbst und bei der Gesellschaft anfallen, sondern auch auf die Gesamtsteuerlast über die Struktur der Investition als Ganzes<sup>51</sup>. So ist es bei Immobilieninvestitionen wichtig, eine genaue Steuerplanung durchzuführen. Dabei ist die Mehrwertsteuer nicht ausser Acht zu lassen. Für die Performance bedeutet diese nämlich, dass durch eine gute Steuerplanung die Rendite optimiert werden kann, sei es beispielsweise bei Immobilien-Investitionen oder -Transaktionen.

### 3.5.3 Bewertungsarten und -vorschriften

Die Bewertung von Immobilien und Immobilienportfolios ist durch die zunehmende Kapitalmarktorientierung und Internationalisierung wesentlich wichtiger geworden<sup>52</sup>. Für die Performance-Messung sind die Werte der Immobilien von zentraler Bedeutung, denn nur so lässt sich die Rendite (Total Return) bemessen. In der Praxis trifft man unterschiedliche Bewertungsarten, die sich auf dem Schweizer Markt durchgesetzt haben. Gesprochen wird von der Marktvergleichsmethode, der Realwertmethode, der Ertragswertmethode und dem Discounted Cash Flow Ansatz. Kombinationen der einzelnen Methoden sind ebenfalls anzutreffen. Je nach Art der Immobilien oder je nach Zweck der Bewertung eignet sich die eine Methode besser als die Andere.

---

<sup>50</sup> Vgl. Buchschacher Remi/Köhler Bernhard Dr./Kameni Gaétan E.: Der Newsletter der Schweizer Immobiliengespräche, S. 1

<sup>51</sup> Vgl. Schulte Karl Werner / Thomas Matthias: Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 358

<sup>52</sup> Vgl. Schulte Karl Werner / Thomas Matthias: Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 182



Wichtig sind für die Unternehmungen die Vorschriften der FINMA, ferner die Anforderungen an Anlagestiftungen (AaA), die Bestimmungen des Bundesamtes für Sozialversicherungen (BSV), die Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV2) sowie das Kollektivanlagegesetz (KAG). Sie bestimmen, wie die Immobilien zu bewerten sind oder welche der unterschiedlichen Rechnungslegungen angewandt werden muss. Die Bewertungen nach Swiss GAAP FER 26 ist für die Rechnungslegung der Personalvorsorgeeinrichtungen vorgeschrieben. Für die international tätigen oder kotierten Immobilienunternehmen ist ein Reporting nach IFRS-Standard Pflicht. Die Schweizerische Börse SIX stellt ebenfalls Anforderungen an die Bewertung von Liegenschaften. Börsenkotierte Unternehmen müssen sich an die anerkannten Rechnungslegungsstandards wie Swiss GAAP FER, US GAPP oder IFRS halten. Die Immobilienfonds unterliegen den Richtlinien der Swiss Funds Association (SFA)<sup>53</sup>.

Die Bewertungen von Immobilien sind von diversen Regulatoren bestimmt. Sie können voneinander abweichen, so dass bei der Performance-Analyse diese Komponenten berücksichtigt werden müssen.

### **3.5.4 Finanzierung**

Immobilien können mit Eigen- oder Fremdmitteln finanziert werden. Bei Immobilien ist die Aufnahme von Fremdgeld üblich<sup>54</sup>. Eine Analyse ergab, dass die langfristigen Verschuldungsgrade mit dem Ertragsrisiko, dem Anteil immaterieller Assets sowie mit der Profitabilität kleiner werden, bei grösseren Unternehmen dagegen zunehmen. Weniger verschuldet sind im Durchschnitt somit kleine profitable Immobilienunternehmen mit stabilen Erträgen. Des Weiteren ergab eine Untersuchung, dass auch Immobilientyp und Immobilienstrategie als Determinanten der Kapitalstruktur bedeutsam sind. Kommerziell genutzte Liegenschaften wirken sich tendenziell negativ auf den Fremdfinanzierungsgrad aus. Wohnliegenschaften sind hingegen eher stärker mit Fremdmitteln finanziert und dies in erster Linie kurzfristig<sup>55</sup>. Die Aufnahme von Fremd-

---

<sup>53</sup> Vgl. The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) Chapter Switzerland: Swiss Valuation Standards (SVS), S. 15-17

<sup>54</sup> Vgl. Geltner David M. / Miller Norman G. / Clayton Jim / Eichholtz Piet: Commercial Real Estate, Analysis & Investments, S. 297

<sup>55</sup> Vgl. Gantenbein Pascal: Performance von Immobiliengesellschaften, S. 153

kapital dient zum einen für die Beschaffung des zusätzlichen Kapitals für die Realisierung eines Vorhabens und zum anderen dem Ziel, die Eigenkapitalrendite zu optimieren. Letztere zeigt auf, dass die Rentabilität auf dem gesamten eingesetzten Kapital, d.h. Eigen- und Fremdkapital, in der Regel ungleich der Verzinsung des Fremdkapitals ist. Daraus lässt sich ableiten, dass sich, um den Gewinn auf dem Eigenkapital zu steigern<sup>56</sup>, die Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital lohnt, wenn die Gesamtkapitalrentabilität grösser ist als die Fremdkapitalzinsen. Bei dieser Überlegung sind die Fremdkapitalkosten aber nicht zu unterschätzen. Die damit verbundenen Risiken bei künftigen Zinsentwicklungen dürfen im Zusammenhang mit der Performance und dem Benchmarking nicht ausser Acht gelassen werden.

### **3.5.5 Inflation**

Als Inflation wird ein andauernder und starker Anstieg des Preisniveaus infolge längerfristiger Ausweitung der Geldmenge durch Staaten oder Zentralbanken verstanden. Aufgrund dessen verändert sich das Austauschverhältnis von Geld zu Gütern, was bedeutet, dass man für eine Geldeinheit weniger Güter erhält oder umgekehrt: für Produkte und Dienstleistungen muss mehr Geld gezahlt werden, d.h. sie werden teurer. Daher kann man unter Inflation auch eine Geldentwertung verstehen.

Die berechneten und ausgewiesenen Renditen sind meistens nicht inflationsbereinigt, was bedeutet, dass man bei der Berechnung und Interpretation von Renditen immer von sog. Nominalrenditen ausgeht. Wird der Inflationseffekt bei der Renditeberechnung berücksichtigt, spricht man von einer realen Rendite. Diese drückt die mit dem Anlageergebnis verbundene Kaufkraft aus<sup>57</sup>. Da immer von einer Nominalrendite ausgegangen werden kann, ist bei einer Benchmarkanalyse der Vergleich gegeben. Nichts desto trotz sollte man immer die reale Rendite nicht vernachlässigen. Bei einem Portfoliovergleich ausserhalb der Schweiz sollte die Inflationsrate des gegebenen Landes bekannt sein, und es würde durchaus Sinn machen, die reale Rendite zu berechnen.

---

<sup>56</sup> Vgl. Thommen Jean-Paul: Managementorientierte Betriebswirtschaftslehre, S. 463

<sup>57</sup> Vgl. Spremann Klaus Dr.: Portfoliomanagement, International Management and Finance, S. 211

### 3.5.6 Management Fee / Kommissionen

Die Fondsleitung einer kollektiven Kapitalanlage erhebt für administrative Tätigkeiten eine Verwaltungsgebühr, die Management Fee genannt wird. Je nach Art des Fonds variiert sie von 0,15 % bis 3 % oder sogar mehr. Der Vertrag des Anlagefonds definiert, welche Gebühren dem Anleger in Rechnung gestellt werden. Erfolgt beispielsweise wöchentlich ein Abzug, reduziert sich der Preis eines Anlagefonds bei einer Management Fee von 1 % p.a. um 0.192 % pro Woche<sup>58</sup>. Auch andere Immobilien-Anlageprodukte, wie Anlagestiftungen, erheben eine Management Fee, die z.B. auf dem NAV periodisch berechnet werden. Mit der Erhebung der Fee sollte eine Wertschöpfung des Asset Managers verbunden sein. Interessant zu wissen wäre, ob die abgerechnete Fee höher liegt, als die vom Manager verursachte Wertschöpfung.

Neben den Management Fees gibt es auch andere Gebühren, wie die Ausgabe- und Rücknahme-Kommissionen. Diese Kosten, die dem Anleger anfallen, werden in der Praxis unterschiedlich gehandhabt. Bei Anlagestiftungen decken solche Einnahmen sehr oft Nebenkosten wie Handänderungssteuern, Notariatskosten, Gebühren, Bewertungen, usw. Die Nebenkosten können effektiv verrechnet werden, falls die Kosten zu diesem Zeitpunkt bekannt sind, sonst werden sie pauschal verrechnet<sup>59</sup>. Management Fees oder Kommissionen können somit die Performance sowohl positiv als auch negativ beeinflussen.

---

<sup>58</sup> Vgl. [www.six-swiss-exchange.com](http://www.six-swiss-exchange.com), 2.06.2009

<sup>59</sup> Vgl. [www.awi-anlagestiftung.ch](http://www.awi-anlagestiftung.ch), 10.07.2009

## **4. Performance-Messung der Immobilienanlagen in der Praxis**

Wie man den vorangegangenen Ausführungen entnehmen kann, gibt es viele Möglichkeiten, die Performance zu messen und zu vergleichen. Die von den Unternehmen festgelegte Performance-Messung wird wahrscheinlich vorgabegemäss umgesetzt. Die Art und Weise hängt aber davon ab, wie dem Thema Performance-Messung im Betrieb begegnet wird.

### **4.1 Wie Dienstleistungsanbieter die Performance-Messung und Benchmarking der Immobilienanlageprodukte heute erleben und beurteilen**

Bereits seit mehreren Jahren liefert IAZI und IPD den Schweizer Immobilien-Bestandshaltern die Grundlagen zu Analysen der eigenen Immobilien-Portfolios. Diese ermöglichen den Vergleich mit Portfolios anderer Investoren und stellen damit eine wichtige Basis für Investitionsentscheidungen dar. Wie diese und weitere Dienstleistungsanbieter die Performance-Messung und das Benchmarking im Immobilienbereich beurteilen, wird nachfolgend geschildert.

#### **4.1.1 Informations- und Ausbildungszentrum für Immobilien AG (IAZI AG)**

Nach Aussage des Leiters Benchmark der IAZI AG, Herr Dr. Christoph Vock, versteht diese Unternehmung unter dem Begriff Performance eine Leistung oder einen Leistungsausweis, was mit der Netto Cash Flow Rendite zuzüglich der Wertänderungsrendite gleichsetzt werden kann. Herr Vock vertritt die Ansicht, dass die Zielrendite aufgrund des Benchmarks festgelegt werden sollte. Dabei müsse zwingend nicht nur ein Blick in die Vergangenheit gemacht, sondern auch ein Blick in die Zukunft gewagt werden. Betreffend Aufbereitung der Performance-Daten ist die Unternehmung IAZI AG der Ansicht, dass eine jährliche Aufbereitung ausreicht. Nur wenn viele Veränderungen stattfinden, mache ein halbjährlicher Rhythmus durchaus Sinn. Bei der Aufbereitung der Performance-Daten für IAZI gibt es gemäss Herrn Vock unterschiedliche Probleme bei den Unternehmungen. Laut seiner Aussage werden einerseits Lieferfristen nicht eingehalten, und andererseits mangelt es an der Datenqualität. Auch die Umstellungen von Kontenplänen würden jeweils Probleme mit sich bringen. Bei der Frage, welche Kennzahlen im Zusammenhang mit der Performance-Analyse am aussagekräftigsten sind, entgegnet Herr Vock als Leiter Benchmark bei IAZI spontan: „Die nicht realisierten Mieten, d.h. Leerstände, Mietzinsausfälle, Rabatte, etc., aber auch die

ganzen Liegenschaftenaufwände und daraus als Teil herausgenommen die Investitionen.“ Die Unternehmung IAZI AG konzentriert sich auf die Performance-Messungen in der Schweiz. Es erstaunt daher nicht, dass man bei dieser Unternehmung der Meinung ist, dass es sehr sinnvoll ist, sich im eigenen Land zu messen. Im Ausland sei es schwierig, sich zu vergleichen. Herr Vock fügt hinzu: „Nur für das eigene Verständnis eines Produktes ist ein Vergleich auch mit dem Ausland sinnvoll“. Hingegen ist die Kennzahlenempfehlung der jeweiligen Verbände seiner Ansicht nach eine gute Sache. Bei der SFA sei aber zu berücksichtigen, dass nicht die Immobilien, sondern mehr der Fonds im Vordergrund steht. Er findet dies durchaus positiv, denn so könne man den Fonds als einheitliches Kriterium bewerten und vergleichen. Die KGAST Kennzahlen stützen sich auf die SFA Kennzahlen, was er ebenfalls als gut erachtet, weil sie dadurch deckungsgleich sind. Trotzdem hat er mit gewissen Kennwerten, etwa mit denjenigen der SIA Dokumentation D 0213, seine Schwierigkeiten, wenn beispielsweise die Instandhaltungsquote in Prozenten des Mietertrages (IST) berechnet wird. Normalerweise sollte diese mit der Sollmiete verglichen werden. Hat man einen grossen Leerstand, dann drückt dies die Instandhaltungsquote enorm in die Höhe, wodurch enorme Schwankungen entstehen. Diese Quote hängt demzufolge nicht von der Investition, sondern von der Miete ab. Die Frage, ob neben IAZI und IPD noch ein weiterer Anbieter seine Dienstleistungen in der Schweiz anbieten soll, lässt Herr Vock nicht offen. Ein dritter Anbieter könne kommen und sei o.k., er werde im Markt aber nicht benötigt. Eine Analyse müsse, um Sinn zu haben, eine gewisse Datenmenge beinhalten, was für neue Anbieter nicht einfach sei. Im Weiteren seien die Produktegestaltungsmöglichkeiten nicht gross, weshalb nicht viel Neues zu erwarten wäre. Für Anlagestiftungen und Aktiengesellschaften, die auch in den Benchmark einfließen, werden seines Erachtens keine neuen Produkte benötigt. Einen Nutzen könne er sich nicht vorstellen. Laut IAZI wird - obwohl die Transaktionspreise nicht in einem Register geführt werden - der Schweizer Markt im weitesten Sinne bereits als transparent beurteilt. Neue Handlungsfelder sind somit nach IAZI absolut nicht notwendig, weil IAZI oder IPD mit dem Index oder den Benchmarks bereits alles abbilden.

#### **4.1.2 Investment Property Databank (IPD)**

Herr Zaborowski, Partner der Firma Wüest und Partner und Leiter von IPD Schweiz, zeigt deutlich auf, was vielerorts ebenfalls ein Problem ist: Die verschiedenen Interpretationen im Bereich der Begriffsdefinition Performance. Für Herrn Zaborowski gibt es zwei Varianten für die Definition der Performance. Eine Technische und eine etwas Allgemeinere. Der technische Teil ist derjenige, wenn man besser ist als der Benchmark. Der allgemeine Teil ist die Leistung. Somit wird Performance auch gleichgesetzt mit Total Return (der Gesamtleistung). Eine Zielperformance kann seiner Meinung nach ebenfalls auf unterschiedliche Art definiert werden, nämlich mit einem Absolute Return oder einem Relative Return. Der Absolute Return könnte so lauten, dass man sieben Prozent Rendite als Ziel habe. Wenn der Markt dann allerdings zehn Prozent bringt, war das gesetzte Ziel nicht besonders gut. Das relative Ziel richtet sich nach dem Benchmark. Wenn der Benchmark zwei Prozent bringt und das Portfolio ebenfalls zwei Prozent erreicht, kann dies eine gute Leistung sein. Eine weitere Möglichkeit wäre eine Kombination der zwei vorab erwähnten Ziele oder das Setzen von Qualitätszielen, indem die Marktmatrix genutzt und das Feld definiert wird, wo man sich mit seinem Portfolio bewegen möchte. Bei der Frage, nach der Periodizität der Performance-Daten bei Unternehmen, ist für Herrn Zaborowski klar, dass der Rhythmus marktabhängig ist. Wenn sich der Markt, wie in Singapur, innerhalb von drei Monaten fast komplett ändert und sich die Mieten deshalb halbieren, respektive sich die Cap-Rates verdoppeln, benötigt es einen monatlichen Report. In der Schweiz hingegen ist der Leiter IPD Schweiz der klaren Meinung, dass eine jährliche oder halbjährliche Erstellung der Performance-Daten absolut ausreicht. Weiter ist Herr Zaborowski der Ansicht, dass es bei der Performance-Analyse nebensächlich sei, zu wissen, ob man besser als der Benchmark war. Viel spannender sei es herauszufinden, in welchen Segmenten und Regionen man besser war, indem man Kosten, Mieten, Cap-Rates, usw. vergleicht. Laut IPD gibt es unterschiedliche Probleme beim Erhalt von Kundendaten. Bei Versicherungsunternehmen etwa, welche die meisten ihrer Bewertungen intern durchführen, erhalte man keine marktkonformen Bewertungen. Die Erträge seien noch relativ einfach zuzuordnen. Nach Aussage von Herrn Zaborowski finge es bereits mit Komplikationen an, wenn die Erträge auf einzelne Nutzungen hinunter gebrochen werden müssen oder bei Abgrenzungen von Sanierungskosten. Denn für IPD ist klar,

auch hier gibt es wie überall verschiedene Interpretationen, beispielsweise, was genau unter den Kosten verstanden wird, sprich welche Kosten unter Kosten oder unter Investitionen fallen, welche den Managementkosten oder den Verwaltungskosten zuzuordnen sind. All dies sind ebenfalls Problemfelder. Probleme seien gemäss dem Leiter IPD auch die Aktivierungen der Kosten / Sanierungskosten. Einige Kunden behaupten, dass gewisse Aufwendungen aus ihren eigenen Regulatoren klar zu aktivieren sind; IPD hingegen darf gewisse Kosten nicht aktivieren. Nach Ansicht von Herrn Zaborowski muss als Risikofaktor im Zusammenhang mit der Performance-Analyse vor allem die Volatilität berücksichtigt werden, obwohl sie nicht viel über die Zukunft sage. Als Beispiel dazu könne eine Immobilie im Jura genannt werden, in einer Gemeinde mit stabilen Mieten, relativ stabilen Werten und praktisch keinen Leerständen. Falls dort ein Arbeitgeber, d.h. ein Unternehmen verschwindet, erhält man eine Volatilität, die für die Zukunft nicht gilt. Es benötigt weitere Abklärungen, wie z.B. ein Rating. Experten erkennen, dass es bei diesem Standort ein Risiko gibt, wenn dieser Arbeitgeber verschwindet. Deshalb ist Zaborowski überzeugt, dass die Volatilität eine gute Messgrösse ist. Bei Immobilien können gewisse Sachen jedoch nicht gemessen werden, weil sie in der Vergangenheit liegen. Aus Sicht von Herrn Zaborowski gehört der Leverage dagegen nicht in die Performance von IAZI oder IPD. Diese bemessen den Leverage nicht, weil es ansonsten keine Vergleichsmöglichkeiten gäbe. Nach IPD geht es schliesslich auch nicht um eine Unternehmens-Performance, sondern um eine Immobilien-Performance. Bei Immobilienprodukten allerdings gehört gemäss dem Leiter IPD eindeutig die Fremdfinanzierungsquote dazu. Dies sei wie eine zweite Ebene. Weiter führt Zaborowski aus, dass als externe Performance-Vergleiche nicht nur die Immobilienprodukte untereinander eine gute Möglichkeit seien, sondern auch der Vergleich der Immobilienprodukte mit Obligationen. Denn Obligationen sind sehr risikoarm, wie mehrheitlich die Immobilien in der Schweiz. Dies beweisen auch die Vergangenheitszahlen. Wenn man ein Portfolio im Ausland misst, respektive vergleicht, muss man wissen, welches Ziel man verfolgt. In der Regel will man dabei etwas lernen. Für Herrn Zaborowski stellt sich die Frage, ob man von fremden Märkten lernen kann, wenn sie komplett anders sind. Wenn ein Vergleich durchgeführt wird, dann sollte es seiner Ansicht nach dort getan werden, wo die Verhältnisse rechtlich und mental mit der Schweiz identisch sind. Es können beispielsweise Deutschland, die Niederlande, Schweden oder Österreich sein, weil sie betreffend Zinsniveau und Inflation ähnlich der

Schweiz sind. Die Kennzahlenempfehlungen von beispielsweise SIA Dokumentation D 0213, SFA oder KGAST sind meistens konform mit den allgemeinen Literaturen. Laut IPD Spezialist Zaborowski ist es aber wichtig, dass man den KGAST Index nicht zu stark mit demjenigen von IPD oder IAZI vermengt. Denn der KGAST Immo-Index ist die Messung eines Produktes/Anteilsscheins und IPD oder IAZI diejenige von reinen Immobilien. Im KGAST Immo-Index sind zusätzlich noch Management Fee, Leverage und eventuell Alternativanlagen enthalten. Mein Gesprächspartner ist der Überzeugung, dass im Immobilienbereich heute sehr vieles transparent ist. Es bestehen Vorgaben, wie man die Performance von Fonds, Anlagestiftungen und Aktiengesellschaften zu rechnen hat. Die Vermischung von unterschiedlichen Produkten komme daher, weil insbesondere der Anleger sich mehr für die Performance interessiere, als für das Immobilienprodukt selbst. Bei Immobiliendirektanlagen sollte man wissen, welchen Wert die Immobilie zurzeit habe und nicht die vor drei Jahren gültigen Werte betrachten. Laut Zaborowski müssen die Liegenschaften nicht zwingend von externen Experten bewertet, sondern sie können selbstständig professionell geschätzt werden. Diese Liegenschaften sollten jedoch extern verglichen werden, um zu analysieren, ob die Werte mit dem Markt übereinstimmen. Weiter führt Zaborowski aus, dass bei Versicherungen und Pensionskassen der Stabilitätsgedanke der Immobilienwerte sehr massiv ist. Dies bedeutet, dass ungern Werte nach aussen publiziert werden, und wenn es getan wird, sind diese Werte in der Regel sehr stabil. Man sollte sich jedoch nicht selber täuschen, denn in der Schweiz schaut man gerne auf die Cash Flow Rendite, und es kann dann sehr heikel werden, wenn die Werte zu tief sind. Die Revisionsstellen hinterfragen diese Werte meist nur oberflächlich, weil der Immobilienanteil oft nur bei ca. fünf Prozent des Gesamtvermögens liegt. In diesem Bereich sieht Herr Zaborowski Handlungsbedarf. Die Performance hat laut IPD an Bedeutung zugenommen, weil Immobilien ein spezielles Anlagesegment sind und sich wie andere Finanzprodukte messen lassen müssen. Seiner Meinung nach waren die Versicherungen die ersten Kunden, welche Druck ausgeübt hatten und Immobilienanlagen mit Aktien wie auch mit Obligationen verglichen haben. Zaborowski ist der Ansicht, dass man Immobilien gezielt nur mit einem Index benchmarken sollte, dessen Basis transparent ist. Ist alles zusammengelegt, bringt es trotz Differenzierung von Retail, Wohnen, Büro usw. nichts. Ein Benchmark soll detailliert aufzeigen, in welchem Bereich man besser oder schlechter war. Aufgrund dessen könne man lernen. Der Grundsatz von IPD sei es, dass



immer alles transparent dargestellt werde. Benchmarking kann nur betrieben werden, wenn man sich die Details ansieht. Eine monatliche Veröffentlichung des IPD-Indexes wäre in der Schweiz nicht möglich. Dazu fehlen die monatlichen Abrechnungen. Halbjährlich wäre laut IPD sinnvoll, jedoch schwierig, weil nicht alle Unternehmungen den notwendigen Halbjahresabschluss haben.

#### **4.1.3 PricewaterhouseCoopers (PwC)**

Den Begriff Performance kann man laut Herrn Kurt Ritz, Head Real Estate Consulting der PricewaterhouseCoopers (PwC), in zwei Teile gliedern, nämlich in die Cash Flow Rendite und die Wertsteigerungsrendite. Diese können je separat gemessen werden. Es gab in der Vergangenheit schon etliche Diskussionen und Zeitungsartikel, was die Performance im Immobilienbereich beinhalten solle. Hauptsächlich beschränkte man sich jedoch immer auf diese beiden Bereiche und hinterfragte sie nicht weiter. In den Augen des Head Real Estate Consulting der PwC sollte die Zielrendite ganz klar aufgrund der jeweils eigenen Strategie (Core added Value, Opportunistic, etc.) festgelegt werden. Einflüsse wie das Zinsumfeld, Leverage, Konkurrenz, etc. sollen berücksichtigt werden. Auf die Frage, wie oft die Performance-Daten aufbereitet werden sollen, unterscheidet der Spezialist Ritz nach den einzelnen Bereichen. Bei der Cash Flow Rendite könne man es mit den entsprechenden Tools durchaus monatlich machen. Bei der Wertsteigerungsrendite ergebe es hingegen eher nur halbjährlich Sinn, und dies sei wahrscheinlich schon an der obersten Grenze. Zu unterscheiden sei die Häufigkeit auch je nach Art des Portfolios. Denn bei Wohnimmobilien gibt es in kurzer Zeit nicht sehr grosse Veränderungen, während sich bei einer Gewerbeliegenschaft schon Einiges innert Kürze verändern kann. Weiter führt Herr Ritz aus, dass es ganz viele Kennzahlen gibt, die im Zusammenhang mit der Performance-Analyse bedeutend sind. Diesbezüglich verweist er auch auf die SIA Immobilienkennzahlen-Empfehlungen und auf das Buch „100 Immobilienkennzahlen“ von Tobias Schultheiss. Seiner Meinung nach werden auf Objektebene am häufigsten die Brutto- und Nettoanfangsrenditen (sprich Rendite im 1. Jahr) benötigt. In den Augen von PwC werden die Kennzahlen in der Regel zu wenig kritisch hinterfragt. Zu Beginn haben die Liegenschaften oft noch Leerstände, was deren Renditen total zerreisst. Weiter stellt PwC fest, dass die Kunden sehr unterschiedliche Berechnungsvarianten anwenden. Die Unternehmungen haben zwar aufgrund der Kontenpläne jeweils einen vorgegebenen Rahmen, sie halten sich

aber nicht daran. Diesbezüglich stimme oft das Grundgerüst nicht, was eine Analyse oder einen Vergleich unmöglich macht. Der Head Real Estate Consulting von PwC bemerkt, dass die Fehler oft nicht bei der Analyse passieren, sondern zuvor bei den zugrundeliegenden Zahlenberechnungen. Anders ausgedrückt, die Zahlen stimmen nicht überein. Das Hauptproblem ist, dass die Leute unter einem Begriff unterschiedliches verstehen, was z.B. unter Instandhaltung, unter Instandsetzung, etc. fällt. Bei grossen Beträgen gibt es rasch entsprechend grosse Abweichungen. Gemäss PwC wird man nie eine einwandfreie Trennung erhalten. Die Professionalisierung in der Immobilienbranche hat aber schon massiv zugenommen; allerdings haben nicht alle Unternehmen das gleiche Niveau. In der Schweiz sind wir gemäss Kurt Ritz im Zusammenhang mit dem Vergleichen von Kennzahlen schon sehr weit. Gemäss PwC verlangt der Markt keine weiteren Verbesserungen im Bereich des Benchmarking. Er stellt es daher in Frage, noch mehr Aufwand im Bereich der Kennzahlen zu betreiben. Im Zusammenhang mit den Risiken in der Performance-Analyse sollte gemäss Herrn Ritz zum einen der Leverage berücksichtigt werden und zum anderen auch den Value at Risk, welcher meist zu wenig beachtet wird. Im Gegensatz zum Bankensektor werden die Risiken im Immobilienbereich gemäss PwC oft nicht berücksichtigt. Generell kann gesagt werden, dass ein Value at Risk Konzept gebraucht werden sollte, um die Auswirkungen bei den Portfolios zu analysieren, wenn die Zinsen um 2 %, entsprechend 200 Basispunkten, ansteigen. Dabei kommt es darauf an, wie unterschiedlich die Portfolios finanziert sind, d.h. ob mit Betriebs- oder Hypothekarkrediten. Herr Ritz befürwortet „Stresstests“ durchzuführen, um die Risiken abzuschätzen. Für den Head Real Estate Consulting von PwC ist es nur sinnvoll, ein Immobilienportfolio mit dem Ausland zu messen, wenn man beispielsweise die Zinssituation, das Währungsrisiko, etc. ebenfalls anschaut. Es sei daher falsch, sich mit dem Ausland zu vergleichen und lediglich die Rendite anzuschauen und zu sagen, in der Schweiz habe man 5 % und im Ausland 7 % Rendite. In einem solchen Fall vergleiche man Äpfel mit Birnen.

Gegenüber den Kennzahlenempfehlungen der jeweiligen Verbände ist Herr Ritz positiv eingestellt. Er findet jede Anstrengung sehr gut, welche eine Vereinheitlichung vorantreibt. Andererseits versteht er nicht, weshalb unterschiedliche Kennzahlen in den einzelnen Immobilienanlageprodukten in der Schweiz gerechnet werden sollen, trotz gewisser

Eigenarten, wie bei den Fonds. PwC gibt Immobilienunternehmen Empfehlungen ab, wenn sie feststellen, dass Kennzahlen nicht korrekt sind, bzw. man sie durch falsche Ausrechnungen nicht vergleichen kann. PwC stützt sich in solchen Fällen immer auf die jeweiligen Empfehlungen der entsprechenden Verbände ab, damit sie sich an den Rahmen der sog. „Best Practice“ halten. Aufgrund der sehr grossen Fortschritte von IAZI und IPD beurteilt Herr Ritz die Marktvergleichbarkeit zum heutigen Zeitpunkt als gegeben; dies ganz im Gegensatz zu vor fünf Jahren. Auf die Frage, ob der IPD-Index und IAZI-Index ein guter Benchmark sei, lautet die Antwort von Herrn Ritz, dass es darauf ankomme, womit die Benchmarks verglichen werden. Es sei jedoch sicherlich gut, dass es sie gebe. Anzumerken sei jedoch, dass die meisten Schweizer Indizes „valuation based“ sind und es besser wäre, diese „transaction based“ zu gestalten, denn dies wären seines Erachtens die richtigen Werte. Leider habe man jedoch in der Schweiz zu wenig Transaktionsdaten, was eine Verbesserung in diesem Bereich zurzeit unmöglich mache. Für eine Verbesserung hat sich im Rahmen der Swiss Standards auch PwC engagiert. Letztere hat vor ca. zwei Jahren eine europäische Studie durchgeführt, wie Immobilienaktiengesellschaften den European Public Real Estate Association (EPRA) Vorschriften folgen sollen. Generell ist Herr Ritz der Ansicht, dass die Performance-Messung im Wandel der Zeit an Bedeutung zugenommen hat. Bis anfangs der 90er Jahre sei die Immobilienrendite stiefmütterlich behandelt worden. Zahlen hätten niemanden interessiert. Da Immobilien mit der Zeit einen grösseren Stellenwert erhalten haben, wird jetzt auch mehr nach der Rendite gefragt.

#### **4.1.4 Sal. Oppenheim**

Herr Jan Eckert, Managing Director Real Estate der Sal. Oppenheim, versteht unter Performance die Gesamtrendite einer Anlage über einen gewissen Zeitraum. Genauer definiert bedeutet der Begriff Performance für ihn die Wertsteigerung wie auch die Cash-Komponente während beispielsweise eines Jahres. Eine Zielperformance eines neuen Immobilienproduktes festzulegen, ist nach seiner Ansicht sehr schwierig, denn sie hat mit der Managementstrategie zu tun, d.h. mit Core, Value-added oder Opportunistic. Dies sei am Anfang eine Hilfestellung, weil noch keine Risiko-Rendite-Zahlen und somit auch keine richtige Volatilität vorlägen. Gemäss Eckert ist aber klar, dass die Zielrendite über einen Zeitrahmen definiert werden muss. Sie hat sehr viel mit

der eigenen Strategie, also mit der eigenen Risikofähigkeit, zu tun. In der Immobilienbranche bestehen ständige Style Risks, was heisst, dass eine Core-Immobilie heute, bei Auslaufen der Verträge, plötzlich zu einem Value added-Produkt werden kann. Ein anderes Beispiel: Ein Mieter zieht unerwartet aus. Plötzlich hat man aufgrund dessen eine Opportunistic-Immobilie, die z.B. nach fünfzehn Jahren komplett neu am Markt repositioniert werden muss. Der Managing Director Real Estate der Sal. Oppenheim ist der Meinung, dass heute genau solche Risiken berücksichtigt werden müssen. Die Immobilien, die jetzt gekauft und beispielsweise fünfzehn Jahre gehalten werden, sind nicht mehr dieselben wie am Anfang. Solche Überlegungen müssen bereits zu Beginn in der Strategie und in der Zielperformance berücksichtigt werden, sonst ergeben sich vorübergehend höhere Renditen, obwohl es sich dabei nur um einen Instandhaltungsstau handelt. Bei den Aufbereitungszyklen der Performance-Daten ist Herr Eckert der Meinung, dass im Ausland ein Quartalsrhythmus notwendig sei. In der Schweiz hingegen dränge sich dieser intensive Rhythmus nicht auf, denn es gäbe viel weniger Veränderungen innerhalb dieser kurzen Zeit. Diese Intensität betrachtet er aber dennoch auch in der Schweiz als wünschbar, denn wissen wolle man es trotzdem. Nicht nur in schlechten Zeiten möchte man ein Reporting, der Wissensbedarf steige überproportional. In guten Zeiten, noch vor ca. drei Jahren, wurden die Daten einfach zur Kenntnis genommen. Heute hingegen fragt der Manager nach Hintergrundinformationen. Wir haben ein subjektives Verlangen nach Informationen. Doch bereits bei den heutigen halbjährlichen oder jährlichen Benchmarkreportings ist das Hauptproblem das Timing. Für Eckert ist es unbefriedigend, erst am Ende des 1. Quartals die Informationen des 4. Quartals des Vorjahres zu erhalten. Er ist der Meinung, dass er fünf Tage nach Quartalsende die Daten haben müsse. So nützen ihm beispielsweise die IPD Daten des letzten Jahres, die erst im April erschienen sind, nichts mehr. Bei IAZI dauert es ebenfalls zu lange. Die Informationen sollten sehr viel zeitnaher zur Verfügung stehen. Im Zusammenhang mit der Performance-Analyse sind die Cash- und Wertsteigerungsrenditen die wichtigsten Kennzahlen. Auch die Volatilität ist von grosser Bedeutung, aber nur, wenn die Performance mehrfach aufbereitet wird. Herr Eckert findet es von Bedeutung, sein eigenes Benchmarkuniversum zu kennen. Dabei muss man wissen, wenn man benchmarken will, welche Art oder was für Liegenschaften abgebildet sind. Beim Benchmark FTSE EPRA/NAREIT besteht laut Bank Sal. Oppenheim ein grosses Durcheinander. In den letzten vierundzwanzig Monaten wurden in diesem Benchmark

nebst einer Allreal als Generalunternehmer und einer PSP auch sog. Homebuilders, wie Mobimo, die in selbstgenutzte Immobilien investieren, erfasst. Des Weiteren kommen noch Bestandesgesellschaften mit 30 % Leverage dazu. Über die Kennzahlenempfehlungen von SIA oder SFA ist der Managing Director Real Estate positiv eingestellt. Sal. Oppenheim hat bei der Erarbeitung der SIA Kennzahlen mitgearbeitet. Ursprünglich war eine Vereinheitlichung der Kennzahlen ein Wunsch der investierenden Versicherungen. Zu Beginn hat jeder selbst Renditekennzahlen errechnet, der Eine eine Brutto-Sollrendite, der Nächste die Nettorendite, Einer berücksichtigte die Fees, der Andere wiederum nicht. Leider ist seit drei Jahren im Zusammenhang mit den SIA Kennzahlenempfehlungen nichts mehr unternommen worden, obwohl sich laufend Anpassungen aufdrängten. Eine Anlehnung an den IPD wäre wichtig, damit die Empfehlungen auch internationalen Charakter erhielten. Im Ausland ist man weiter als in der Schweiz. Vor fünf Jahren haben in der Schweiz nicht einmal alle Versicherungsgesellschaften jährlich ihre Immobilien bewertet. Im Zusammenhang mit Benchmarking bestehen in der Schweiz nach Ansicht der Sal. Oppenheim folgende Probleme: Mit der SPS Jelmoli merged besteht eine Gesellschaft, die 50 % der Börsenkapitalisierung der Schweiz ausmacht. Wenn man sich mit dem WUPIX-A oder SWX Real Estate vergleicht, bedeutet dies, dass bei diesem Vergleich eine Gesellschaft vorhanden ist, die mit ca. 50 % dominiert. Ein solches Benchmarking ist nicht sehr sinnvoll, denn es kann dadurch ein stark verzogenes Bild geben. Bei den Fonds ist es ähnlich. Es sind grosse Produkte auf dem Markt, die sich untereinander wenig unterscheiden, wie Credit Suisse und UBS Fonds. Der IAZI- und IPD-Index werden von Herrn Eckert wenig verfolgt. Seiner Auffassung nach behauptet IPD (Wüest und Partner), dass sie über die richtigen Transaktionspreise verfügen. Er vertritt jedoch die Meinung, dass IPD als Transaktionspreise diejenigen Werte nimmt, zu dem sie die Liegenschaft selber bewertet haben. Der tatsächliche Verkaufspreis kann hingegen am Markt höher liegen.

## 4.2 Handhabung der Performance bei Immobilienanlageprodukten

Um zu erfahren, wie die einzelnen Immobilienanlageprodukte mit der Performance umgehen, wurde in der Zeit von Juni/Juli 2009 bei verschiedenen bedeutenden Unternehmungen eine Umfrage durchgeführt. Der Fragebogen ist im Anhang dieser Arbeit zu finden.

### 4.2.1 Bedeutung der Performance für Immobilienunternehmungen

Bei der Frage, wie bedeutend die Performance für die Immobilienunternehmung ist, resultierte folgendes Ergebnis:

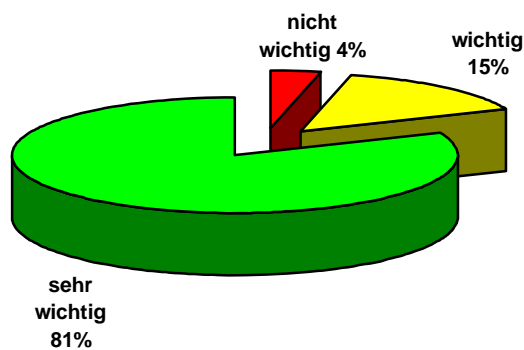


Abbildung 5: Bedeutung der Performance für Immobilienunternehmungen<sup>60</sup>

Für über 80 % der Befragten ist die Performance für ihr Unternehmen sehr wichtig. Lediglich 4 % sind der Ansicht, dass die Performance nicht wichtig sei. Bei Letzteren handelt es sich um Antworten befragter Immobiliendirektanleger.

<sup>60</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

#### 4.2.2 Definition Performance in der Praxis

Geht es um die Terminologie des Begriffes Performance, sind die Meinungen sehr unterschiedlich. Die Befragten hatten die Möglichkeit, eine oder mehrere fixe Terme anzuwählen. Sie konnten auch unter „Diverses“ ihre eigene Definition eintragen.

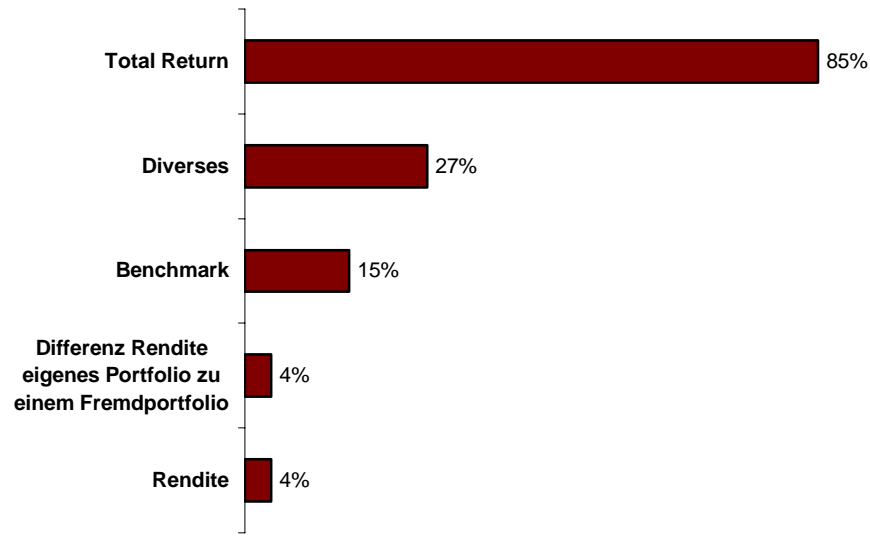


Abbildung 6: Bedeutung der Performance für Immobilienunternehmungen<sup>61</sup>

85 % verstehen unter dem Begriff Performance den „Total Return“. Unter „Diverses“ wurden u.a. folgende Antworten schriftlich mitgeteilt: „nur bei Börsenkurs rechenbar“, „Stiftungen haben keine Performance, nur Anlagerenditen“, oder „hängt vom Bezug und Zusammenhang ab“. Unter den befragten Immobilienfonds wurde „Ausschüttung und Kursgewinn/Börsenkurs“ mitgeteilt oder bei der Immobiliendirektanlage „Wertzuwachs minus Bewirtschaftung“.

<sup>61</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

### 4.2.3 Verantwortlichkeiten für die Performance-Messung in den Unternehmungen

Die Verantwortlichkeiten für die Performance-Datenzusammenstellung waren nicht einheitlich geregelt. Meist ist der Portfoliomanager, der Controller oder die Buchhaltung zuständig. Nur ein kleiner Teil führt die Berechnungen nicht selbständig durch, sondern übergibt diese Aufgabe einer externen Instanz.

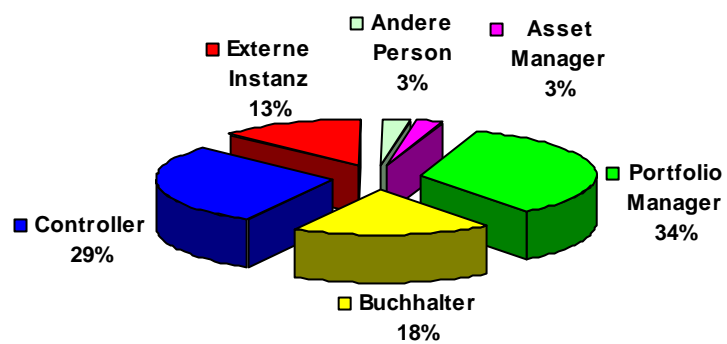


Abbildung 7: Verantwortlichkeiten für die Performance-Messung in den Unternehmungen<sup>62</sup>

<sup>62</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)



#### 4.2.4 Aufbereitung der Performance-Daten in der Realität

Die Daten werden von den Teilnehmern mit unterschiedlichen Mitteln aufbereitet. Die Performance-Zahlen werden teilweise mit Excel berechnet. Einige verwenden jedoch auch ihre eigenen Programme dafür.

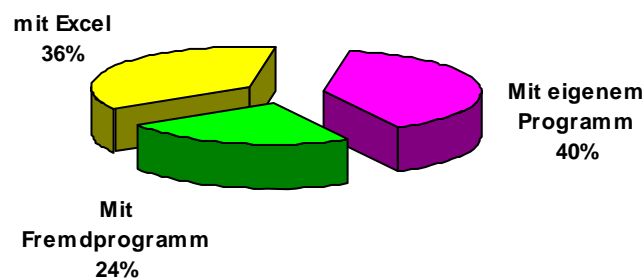


Abbildung 8: Aufbereitung der Performance-Daten in der Realität<sup>63</sup>

Als Fremdprogramm wurde meist das Programm Immopac angegeben. Die Periodizität der Datenaufbereitung ist unterschiedlich. Bei den meisten Immobilienunternehmen stehen Performance-Daten monatlich oder quartalsweise zur Verfügung. Eine wöchentliche Erstellung der Performance-Daten findet nirgends statt, was aus Aufwandgründen nachvollziehbar ist.

<sup>63</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

#### 4.2.5 Probleme bei der Aufbereitung der Performance-Daten

Bei der Aufbereitung der Performance-Daten treten sehr häufig Probleme auf. Welche Probleme es tatsächlich sind, wird nachfolgend visualisiert:

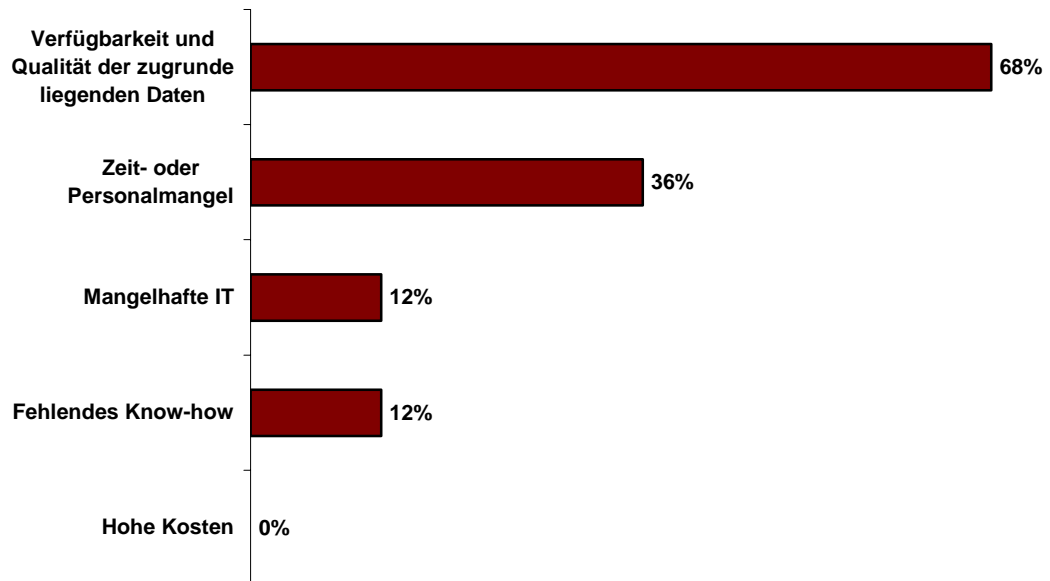


Abbildung 9: Probleme bei der Aufbereitung der Performance-Daten<sup>64</sup>

68 % der Befragten geben an, dass die Verfügbarkeit und Qualität der zugrunde liegenden Daten die Hauptproblematik bei der Aufbereitung sind. Separat wurde mitgeteilt, dass die zeitliche Verzögerung der effektiven Ausgaben mit der Verbuchung ein Hindernis darstellt. Der Kostenfaktor stellt für keinen Befragten ein Problem dar.

<sup>64</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

#### 4.2.6 Wie die Zielperformance in Wahrheit festgelegt wird

Die Festlegung der Zielperformance für ein Portfolio kann unterschiedlich erfolgen. Meistens wird das Budget für die Bestimmung der Zielperformance benutzt.

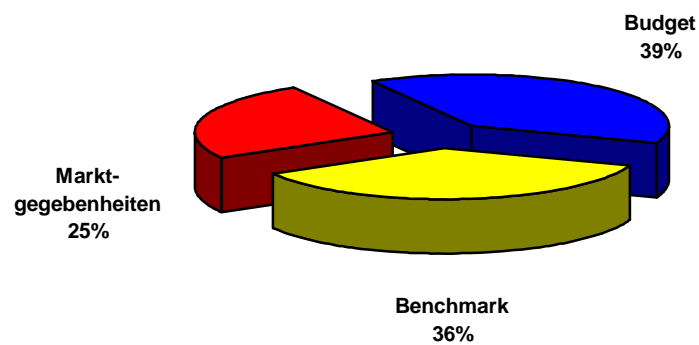


Abbildung 10: Wie die Zielperformance in Wahrheit festgelegt wird<sup>65</sup>

Beim Anlageprodukt Immobilienfonds wurde als zusätzliches Ziel eine angestrebte Ausschüttung angegeben.

---

<sup>65</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

#### 4.2.7 Grundlage interner Performance-Messung in den Unternehmen

Die Performance für ein Immobilienanlageprodukt kann auch intern in der eigenen Unternehmung gemessen werden. Dabei stehen zwei Möglichkeiten zur Verfügung: Die Liegenschaften können untereinander verglichen oder, falls mehrere Portfolios vorhanden sind, können die einzelnen Portfoliogruppen einander gegenübergestellt werden.

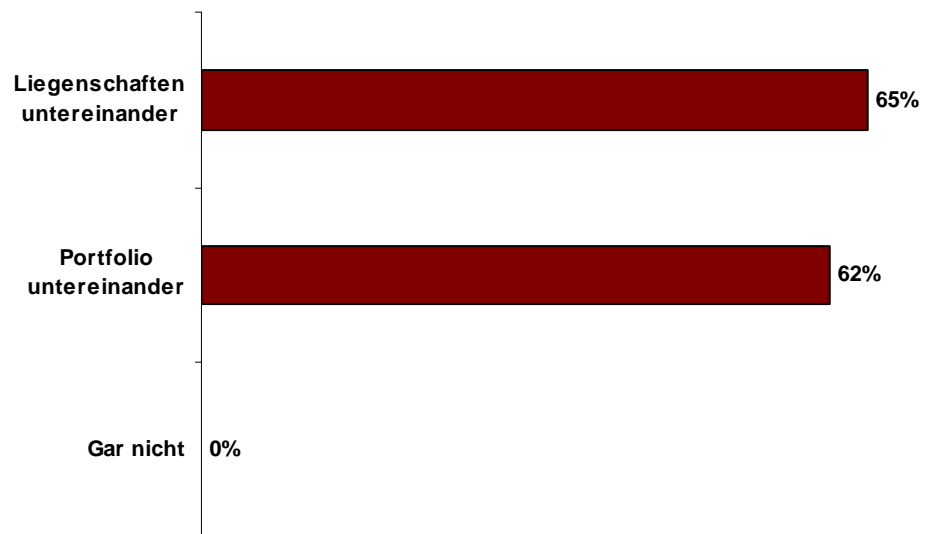


Abbildung 11: Grundlage interner Performance-Messung in den Unternehmen<sup>66</sup>

<sup>66</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

#### 4.2.8 Praxis-Anwendung verschiedener Kennzahlen im internen Benchmarking

Welche Kennzahlen für das interne Benchmarking benutzt werden, zeigt das nachfolgende Balkendiagramm. Da die interne Bemessung für alle Anlagegruppen identisch ist, wird sie hier nicht separat aufgeteilt.



Abbildung 12: Praxis-Anwendung verschiedener Kennzahlen im internen Benchmarking<sup>67</sup>

<sup>67</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

#### 4.2.9 Grundlage externer Performance-Messung in den Unternehmen

Die Frage, wie sich die Anlagegruppen extern (am Markt) benchmarken, ergab pro Immobilienanlageprodukt nachfolgendes Ergebnis. Dabei wurden verschiedene Benchmark-Möglichkeiten aufgeführt.

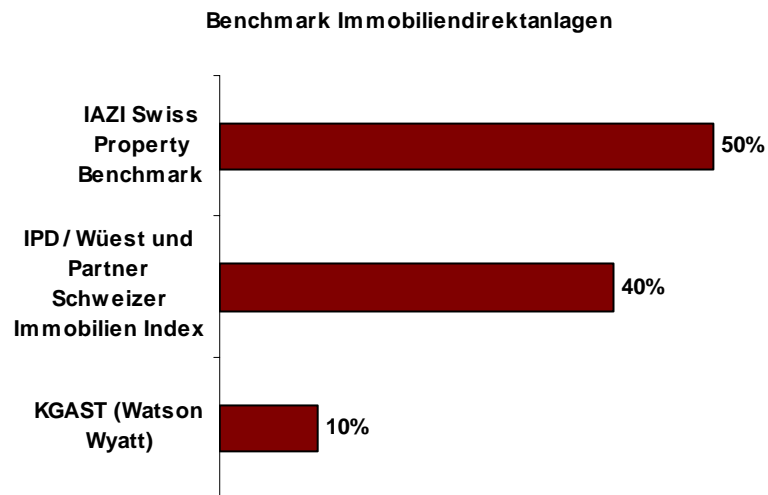


Abbildung 13: Grundlage externer Performance-Messung von Immobiliendirektanlagen<sup>68</sup>

Ein Umfrageteilnehmer aus dem Immobilienprodukt Direktanlagen schrieb, dass er als Basis für das externe Benchmarking auch die 10-jährige Bundesobligation nehme.

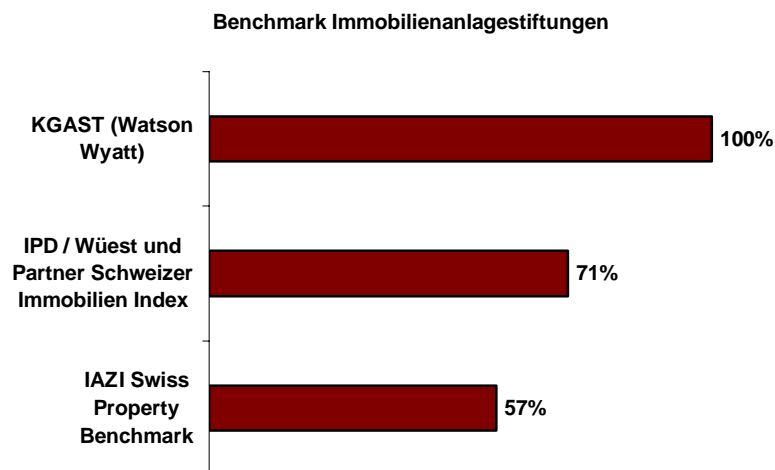


Abbildung 14: Grundlage externer Performance-Messung von Immobilienanlagestiftungen<sup>69</sup>

<sup>68</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

<sup>69</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

Gewisse Befragte messen sich auch am SPI oder am WUPIX-A Index und WUPIX-F Index von Wüest & Partner AG.

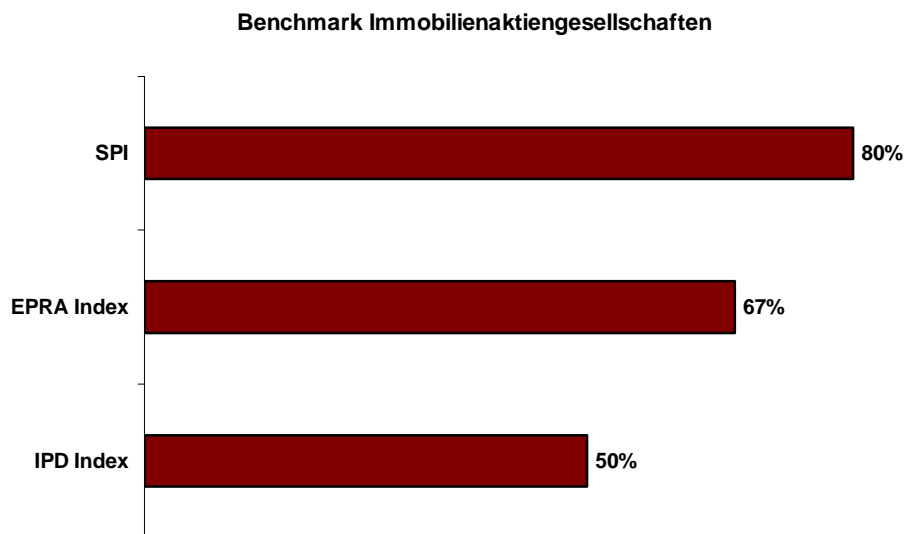


Abbildung 15: Grundlage externer Performance-Messung von Immobilienaktiengesellschaften<sup>70</sup>

Bei den Immobilienaktiengesellschaften wurden neben den SWX Real Estate Index noch der SWX Immobilienfonds Index angegeben.

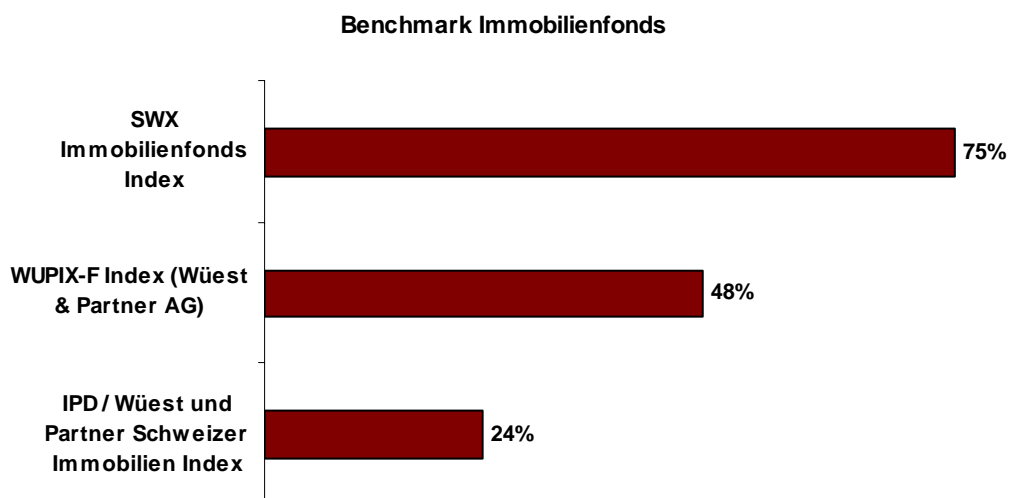


Abbildung 16: Grundlage externer Performance-Messung von Immobilienaktiengesellschaften<sup>71</sup>

<sup>70</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

<sup>71</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

#### 4.2.10 Kennzahlenanwendung im externen Benchmarking

Welche Kennzahlen benutzt werden, um sich extern zu benchmarken, wird nachfolgend pro Anlagegruppe aufgeführt. Die Befragten haben eine Auswahl erhalten, wovon nachfolgend die fünf Wichtigsten dargestellt werden.

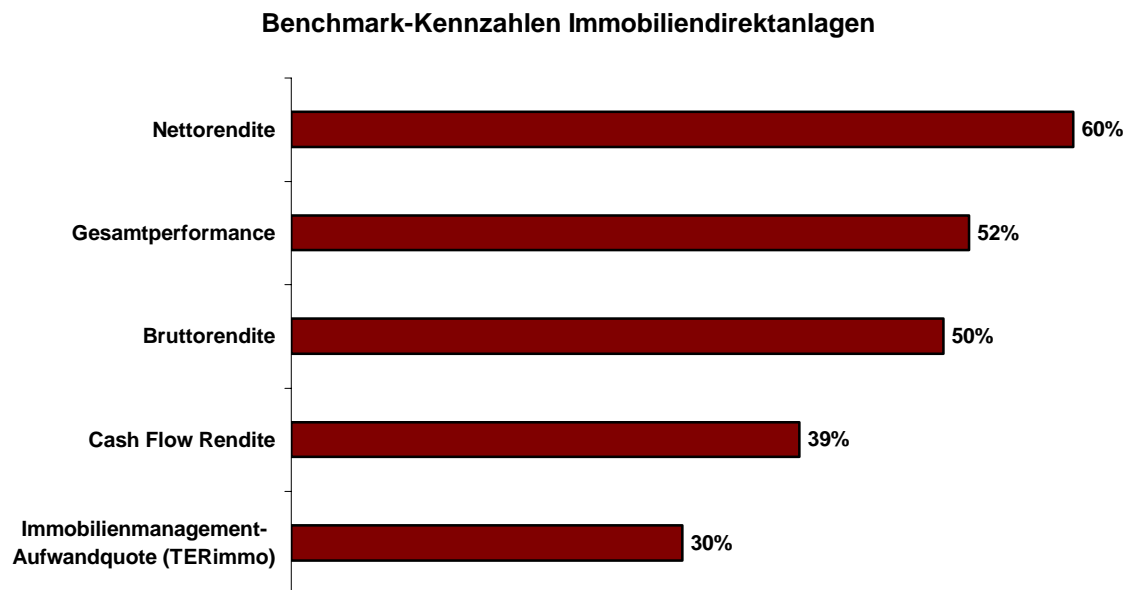


Abbildung 17: Benchmark-Kennzahlen von Immobiliendirektanlagen<sup>72</sup>

Schriftlich mitgeteilt wurden separat zur gelieferten Auswahl die Betriebsaufwandquote und der Return on Investment (ROI).

<sup>72</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)



### Benchmark-Kennzahlen Immobilienanlagestiftungen

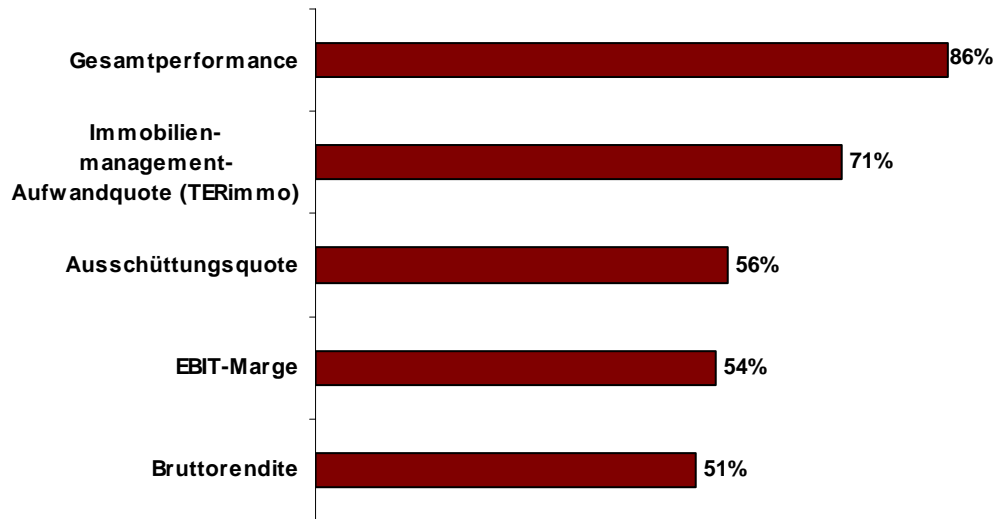


Abbildung 18: Benchmark-Kennzahlen von Immobilienanlagestiftungen<sup>73</sup>

### Benchmark-Kennzahlen Immobilienaktiengesellschaften

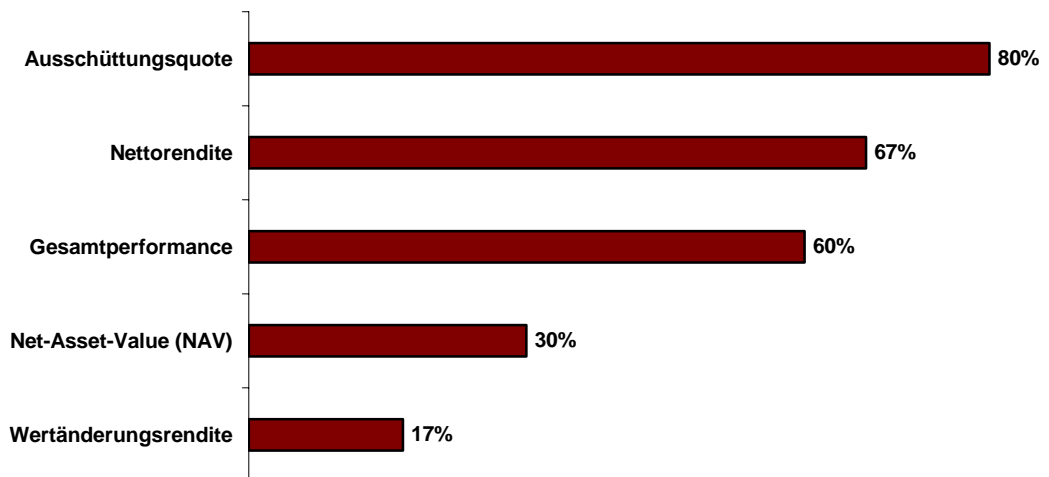


Abbildung 19: Benchmark-Kennzahlen von Immobilienaktiengesellschaften<sup>74</sup>

---

<sup>73</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

<sup>74</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

Zusätzlich zu den Auswahlmöglichkeiten wurde bei den Immobilienaktiengesellschaften die Betriebskosten- und Leerstandsquote aufgeführt.

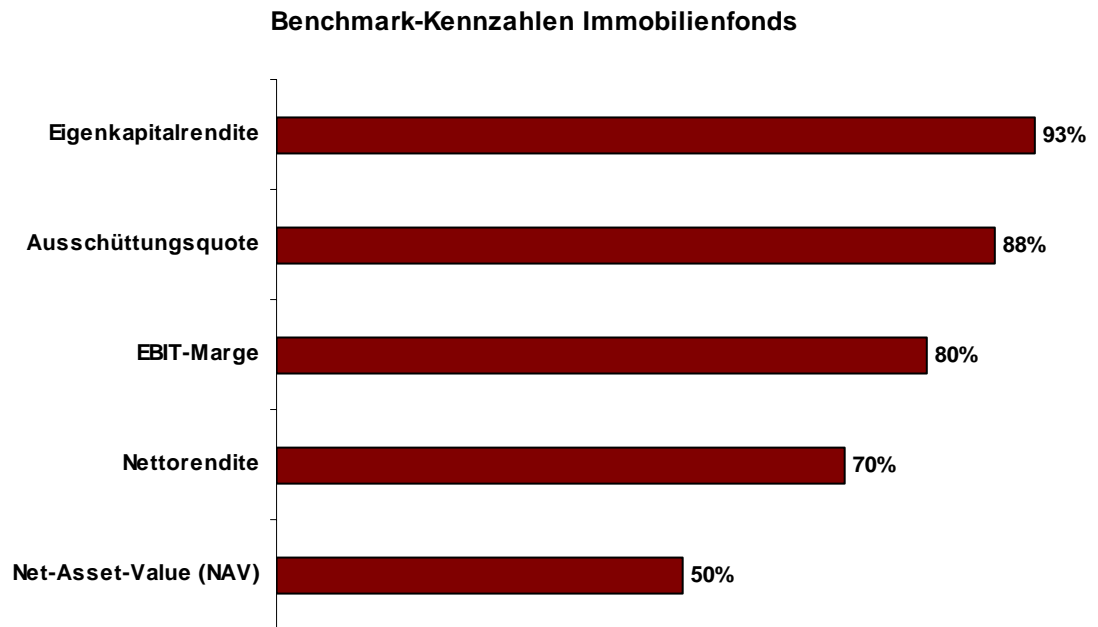


Abbildung 20: Benchmark-Kennzahlen von Immobilienfonds<sup>75</sup>

Bei der Umfrage nach Benchmark-Kennzahlen von Immobilienanlagefonds wurden weitere Vergleichsgrößen im Fragebogen eingetragen: Anlagerendite (ROI), Gesamtkapitalrendite, Ausschüttungsrendite, Agio/Disagio, Kurs-/Cash Flow Verhältnis (P/CF Ratio) sowie die Börsenkapitalisierung.

<sup>75</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

#### 4.2.11 Berücksichtigung der Risiken bei der Performance-Messung

Spannend war zu erfahren, inwieweit die Risiken in der Performance-Messung berücksichtigt werden. 46 % der Befragten beachten keine Risiken. Zu erwähnen ist, dass hauptsächlich die Befragten von Immobiliendirektanlagen diese Antwort gaben. Diejenigen, welche die Risiken berücksichtigen, schenken folgendem Beachtung:

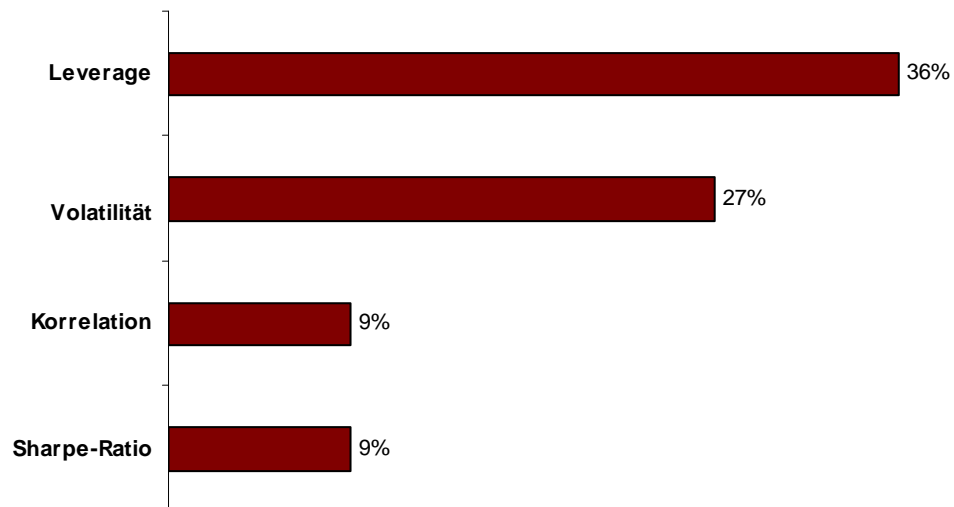


Abbildung 21: Berücksichtigung der Risikokennzahlen <sup>76</sup>

<sup>76</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

#### 4.2.12 Benchmarking mit dem Ausland

Selbstverständlich besteht nicht nur die Möglichkeit, sich in der Schweiz zu benchmarken. Auch Vergleiche mit dem Ausland sind möglich. Auf die Frage: „Benchmarken Sie sich auch mit Produkten / Unternehmungen / Indizes, etc. aus dem Ausland?“ zeigte sich folgendes Resultat:

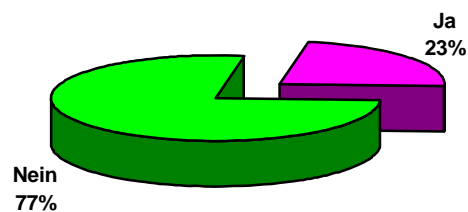


Abbildung 22: Benchmarking mit dem Ausland Ja/Nein<sup>77</sup>

Alle zurückerhaltenen Umfragen von Anlagestiftungen und Immobilienfonds waren mit „Nein“ beantwortet. Nur Aktiengesellschaften antworteten abweichend; sie benchmarken sich im Ausland mit dem EPRA Europe Index oder Global Property Research Indizes (GPR). Immobiliendirektanlagen, die weltweit vertreten sind, benchmarken sich mit ausländischen Produkten, jedoch im eigenen Konzern.

<sup>77</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

#### 4.2.13 Zufriedenheit mit den zur Verfügung stehenden externen Daten

Im Weiteren hat die Umfrage ergeben, dass 54 % der Befragten mit den zur Verfügung stehenden Daten im Zusammenhang mit dem externen Benchmarking (am Markt) zufrieden sind.

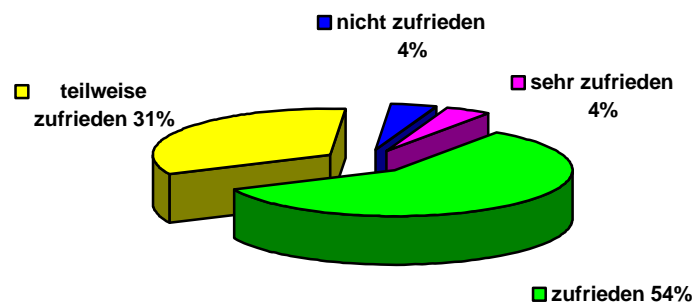


Abbildung 23: Zufriedenheit mit den zur Verfügung stehenden externen Daten<sup>78</sup>

Die Zufriedenheit im Zusammenhang mit den Daten ist bei den Immobiliendirektanlagen vor allem auf die relativ einfache Beschaffungsmöglichkeit der Daten via Internet zurückzuführen. Die relevanten Daten werden zudem von unabhängiger Stelle systematisch erfasst und entsprechend ausgewertet. Die Ergebnisse liegen in der Zwischenzeit auch in elektronischer Form vor. Die IT-Fortschritte sind beachtlich. Bemängelt wird allerdings von den Immobilienanlegern, dass aufgrund der Komplexität und den damit einhergehenden Kosten ein Benchmarking zurzeit nur per annum durchgeführt werden kann. Teilweise sei aber aufgrund der unterschiedlichen Portfoliostrukturen die Vergleichbarkeit generell schwierig. Allgemein wurde bemerkt, dass noch immer Intransparenz im Immobilienmarkt herrsche, bedingt durch die Individualität jedes einzelnen Anlageobjekts. Dazu kommt, dass Transaktionspreise und Risikomasse teils nicht vorhanden oder zu wenig aussagekräftig seien. Im Weiteren wurde mehrfach erwähnt, dass die Auswertungen jeweils zu spät zur Verfügung stehen, d.h. zu stark verzögert. Allfällige Massnahmen können dadurch nicht rechtzeitig eingeleitet werden.

<sup>78</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)

Bei den Anlagestiftungen klingt es ähnlich: Die Transparenz im Immobilienbereich habe sich zwar stark verbessert, es gäbe jedoch noch Einiges zu tun.

Fehlende Transparenz ist auch beim Benchmarking der Immobilienanlagefonds das Thema. Die Transparenz von Schweizer Immobilienfonds habe sich zwar in den vergangenen fünf Jahren sehr stark verbessert. In den letzten Jahren habe das Anlage-segment der indirekten Immobilienanlagen an Bedeutung gewonnen. Dadurch konnten auch viele Analysten motiviert werden, diverse Kennzahlen aus der Analystenoptik zusammen zu stellen. Leider seien aber oft die Kennzahlen nicht genau bemessen und müssten angepasst werden. Inzwischen konnten sich die Anbieter immerhin darauf einigen, dieselben Kennzahlen zur Verfügung zu stellen, sodass ein effektiver Vergleich der Portfolios im Sinne eines Benchmarkings langsam möglich werde. Es müsse aber sicherlich noch weiter daran gearbeitet werden. Der Vorteil sei auch, dass bei den börsenkotierten Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften jeweils Jahres- und Halbjahresberichte vorhanden seien, aus welchen Sie die Daten für das Benchmarking entnehmen können.

Bei den Immobilienaktiengesellschaften in der Schweiz erscheint ein externes Benchmarking schwierig. Es habe einerseits zuwenige Unternehmungen, und andererseits unterscheiden sich diese jeweils noch in der Strategie wie auch im Portfolio, etc. Das wird aber nicht als Nachteil angesehen, denn jede Immobilienaktiengesellschaft habe ihren entsprechenden Markt in der Schweiz. Mangelnde Transparenz war jedoch auch bei den Aktiengesellschaften ein Thema, weil man jeweils nie wisse, welche Daten wann und wie erhoben wurden.

#### **4.2.14 Veränderung der Bedeutung der Performance im Wandel der Zeit**

Auf die Frage, ob die Performance im Wandel der Zeit an Bedeutung zugenommen habe, sind sich die Teilnehmer der Umfrage im Bereich Immobiliendirektanlagen einig - die Bedeutung der Performance hat klar zugenommen. Für die Asset Allocation wird die Risk-/Return-Vergleichbarkeit (Performance-Messung) benötigt, um das Vermögen des Anlegers seinem Risikoappetit entsprechend zu investieren bzw. diversifizieren zu können. Im Weiteren möchte man auch die Performance seiner eigenen Investitionen mit dem Markt bzw. den Mitkonkurrenten messen können.

Die Bedeutung der Performance-Messung habe zugenommen. Dies aufgrund der Einflüsse der Finanzmärkte, denn seit dem Börsencrash sind Immobilien eine sehr gefragte Anlage geworden. Die Anleger sind mittlerweile Benchmarking gewohnt und wollen die Leistung des Managers in Relation zum Markt setzen können. Diesbezüglich werden auch die Rechtfertigung und die Kontrolle immer grösser. Nicht nur die FINMA stellt gewisse Anforderungen, sondern auch andere Auflagen im Bereich Controlling/Revision sind zu beachten. Des Weiteren hat sich auch die Datenbasis qualitativ und quantitativ wesentlich verbessert, weshalb die Investoren mehr verlangen. Mit Hintergrundinformationen (Projekte, Forecasts, Strategie usw.) haben sie sich gewöhnt, ihr Bauchgefühl mit Fakten abzusichern.

Die Immobilienanlagestiftungen sind ebenfalls der Ansicht, dass die Bedeutung der Performance zugenommen hat. Früher seien die Daten der einzelnen Immobilien-Anlagegruppen kaum miteinander vergleichbar gewesen. Die Kennzahlenempfehlungen und damit die einhergehende Vereinheitlichung hätten wesentlich dazu beigetragen, dass mehr Transparenz herrsche und somit auch die Performance professioneller verglichen werden könne. Dies hätten sowohl Analysten, wie auch Anleger verlangt. Dazu komme, dass auch die regulatorischen Vorschriften gestiegen seien, was eine exakte Kennzahlenberechnung erfordere.

Bei den Immobilienanlagefonds ist man der Meinung, dass die Performance-Messung schon seit jeher ein bedeutender Faktor war. Diverse schon länger bestehende Indizes seien schliesslich gegründet worden, um die Performance zu messen. Es sei auch sehr wichtig, wie man im Vergleich zu den anderen Immobilienfonds stehe respektive zum Index. Man hätte sich stets mit den anderen Mitbewerbern messen und nicht lediglich den Fonds verkaufen wollen.

Die Antworten der Immobilienaktiengesellschaften sind praktisch deckungsgleich mit denjenigen der Immobilienfonds. Zudem erwähnen sie, dass sie von allen Immobilienanlageprodukten am besten vergleichbar wie auch verständlich seien und es auch schon in der Vergangenheit waren.

#### 4.2.15 Handlungsbedarf im Bereich der Performance-Messung

Der Wunsch vieler Immobilienunternehmen ist es, ihre Performance-Messung oder das Benchmarking zu verbessern. Nur gerade 31 % sind mit der Erstellung ihrer Daten zufrieden und beantworten die Frage nach dem Handlungsbedarf im Bereich der Performance-Messung mit nein.

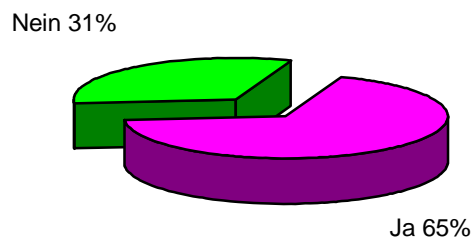


Abbildung 24: Handlungsbedarf im Bereich Performance-Messung<sup>79</sup>

Welcher Handlungsbedarf bei den Unternehmen geplant ist, wird nachfolgend aufgeführt:

Bei den Immobiliendirektanlagen sehen die Umfrageteilnehmer den Handlungsbedarf vor allem im IT-Bereich. Einerseits sind die Unternehmen daran, die Benchmarkingdaten in ihre Portfoliomanagement-Tools zu integrieren, andererseits ist aber generell auch die Verfeinerung der IT-Funktionen ein grosses Anliegen. Auch die IT-Schnittstellen zwischen IAZI oder IPD und Immopac sollten verbessert werden, damit zusätzliche Auswertungsmöglichkeiten entstehen. Die Marktpreisinformationen sollen durch zusätzliche Datenanbieter und Zahlen von gleichartigen Unternehmen ausgebaut werden. Dazu gehört, dass zur leichteren Interpretation vermehrt grafische Auswertungen erarbeitet werden. Dies sei vor allem beim heutigen „Zahlensalat“ und Datendschungel notwendig. Eine Verbesserung und Optimierung im IT-Bereich sei aber ein stetiger Prozess.

<sup>79</sup> Eigene Erhebung (Umfrage)



Auch im Bereich des internen Benchmarkings wird Handlungsbedarf gesehen, denn dieser Bereich könne noch bessere Hinweise über das Optimierungspotenzial bringen. Auch bei Immobilienanlagestiftungen ist Handlungsbedarf im IT-Bereich angezeigt. In den letzten drei Jahren sind schon gute EDV-Instrumente eingeführt worden. Mehrere Teilnehmer führen jedoch noch weitere Systeme vollständig ein, beispielsweise Immo-pac oder im Zusammenhang mit der Nachhaltigkeit das ESI. Im IT-Bereich seien permanent Verbesserungen erforderlich. Außerdem soll das Benchmarking weiter intensiviert werden, wenn die Daten vollständig aufgearbeitet sind und auch beispielsweise Mehrjahresvergleiche möglich werden.

Die Immobilienaktiengesellschaften wollten zu diesem Thema aufgrund der Vertraulichkeit keine Auskunft geben.

Bei den Immobilienfonds hiess es, dass ein vernünftiges externes Benchmarking weiter evaluiert werde. Das ganze externe Benchmarking werde weiter vertieft und sinnvoll angepasst. Zusätzlich sollen die bestehenden Kennzahlen intensiver analysiert und weitere, für sie wichtige Kennzahlen abgebildet werden. Daneben sollen zusätzlich allgemeine Standards erhoben werden.

## **5. Handlungsfelder für eine optimierte Performance-Messung für Immobilienanlageprodukte in der Schweiz**

Wie in den vorangegangenen Seiten ausgeführt wurde, können, respektive müssen, im Zusammenhang mit der Performance-Messung von Immobilienanlageprodukten noch weitere Verbesserungen realisiert werden. Doch wie müsste die optimale Performance-Messung aussehen?

### **5.1 Allgemeine Handlungsfelder im Bereich Kennzahlenerstellung**

Wie wichtig das Aufzeigen/Erstellen einer Immobilienperformance ist, wurde durch die durchgeführte Umfrage deutlich. Für über 80 % der Befragten ist die Performance von grosser Bedeutung. Damit jedoch eine Performance-Messung durchgeführt werden kann, müssen im Betrieb verlässliche Daten zur Verfügung stehen. Die Daten müssen gepflegt und sehr aktuell sein. Eine transparente Struktur und eine sorgfältige Verwaltung der Datenbasis muss sicherstellen, dass Kennzahlenempfehlungen einfach und flexibel hergeleitet werden können. Unternehmenskennzahlen sollten so erstellt werden, dass sie auf Stufe Portfolio und Liegenschaft abrufbar sind, z.B. mit Hilfe eines Kennzahlenbaums. Dank des Vorteils, dass die Zahlen übersichtlich dargestellt werden, können Handlungsfelder/Problemfelder schnell erkannt werden.

Eine wichtige Bedeutung kommt dem Zeitpunkt der Datenaufbereitung zu. Wie bereits dem Interview mit Herrn Eckert zu entnehmen war, ist es nicht professionell, wenn die Performance-Daten des 4. Quartals erst am Ende des 1. Quartals des Folgejahres vorliegen. Bei einem relativ stabilen Immobilienmarkt, wie demjenigen der Schweiz, ist dies nicht all zu problematisch. Es könnte sich aber jederzeit ändern. Die Arbeitsprozesse sollte man jetzt ändern, um die Daten schneller aufbereiten zu können. Für hektischere Zeiten sollte man gewappnet sein.

Die unternehmensinternen Richtlinien sollten sich auf die allgemeinen Anwendungspraktiken von IAZI oder IPD stützen. Mit anderen Worten ist klar zu definieren, wie Kennzahlen abgegrenzt oder nicht abgegrenzt werden sollen. Die Unterscheidung zwischen Kosten und Investitionen sollte nicht dem Zufall überlassen, sondern aufgrund einer Abgrenzung klar geregelt sein.

Für die Erstellung der Kennzahlen ist ein IT-Programm zu empfehlen. Es kann ein eigenes oder ein Fremdprogramm sein, welches die Performance-Messung per Knopfdruck aufbereiten kann. So ist eine konstante und einheitliche Erstellung sichergestellt. Gemäss Umfrage sind es immer noch 36 % der Befragten, die ihre Daten mit Excel erstellen, obwohl einzelne zum Teil über eine Milliarde Immobilienvermögen verwalten. Das Programm sollte so aufbereitet sein, dass die Kennzahlen automatisch periodisch abgerufen werden können. Dies erspart Zeit und Aufwand und sichert zudem das Know-how bei einem allfälligen Personalwechsel. Die Einführung eines solchen Programms sollte unbedingt durch eine Revisionsstelle geprüft werden, damit sie vor dem Jahresabschluss oder dessen Veröffentlichung bereits ihre Zustimmung geben kann. Excel erfordert immer viel Aufwand und garantiert nicht, dass die Zahlen stimmen. Querchecks sind darum immer notwendig.

Die Zusammenstellung der Daten sollte sich auf jeden Fall nach den empfohlenen Kennzahlen der Verbände oder Vereine richten, damit die Vergleichbarkeit gegeben ist und unter den jeweiligen Begriffen dasselbe verstanden wird. Verbände oder Vereine wie SIA, KGASt oder SFA müssen ihre Kennzahlen im Verlaufe der Zeit überarbeiten. Gleichzeitig ist eine starke Zusammenarbeit unter den jeweiligen Verbänden sowie IPD und IAZI notwendig. Ein Vergleich untereinander bringt aber wenig, wenn jeder eine andere Berechnungsbasis hat. Beispielsweise berechnet IAZI AG im Swiss Property Benchmark die Netto Cash Flow Rendite mit dem Marktwert der Liegenschaften am Anfang des Jahres. SIA dagegen addiert den Marktwert anfangs sowie Ende Jahr und dividiert dann durch zwei, um den Durchschnitt zu erhalten. Herr Vock von IAZI AG fügt ein weiteres Beispiel an: Er hinterfragt den Sinn der Berechnungen der Instandhaltungsquote der SIA-Dokumentation D 0213, welche auf der Basis des Miettrages (IST) basieren. Nach Ansicht von Vock sollte diese normalerweise mit der Sollmiete verglichen werden. Auch dieses Votum zeigt die Unstimmigkeiten und den Handlungsbedarf auf. Bei der gegenseitigen Abstimmung sollten die internationalen Kennzahlenempfehlungen berücksichtigt werden; dies aufgrund der Globalisierung sowie der zunehmenden Internationalisierung.

Die Revisionsstellen können bei der Erstellung oder Erarbeitung von Kennzahlen positiv mitwirken, indem sie die Performance-Daten hinterfragen und gegebenenfalls

Empfehlungen abgeben. Damit könnte dem Ziel der Vereinheitlichung zwischen den unterschiedlichen Immobilienfirmen näher gekommen werden.

## **5.2 Handlungsfelder und Empfehlungen im Bereich Benchmarking**

Bevor man ein Portfolio oder eine Liegenschaft benchmarkt, sei es intern oder extern, muss man sich immer die Frage stellen, was damit bezweckt wird. Es ist stets zu hinterfragen, ob der Vergleich mit einem anderen Immobilienprodukt überhaupt sinnvoll ist. Die wesentliche Frage dabei ist, welches Ziel verfolgt wird. Weiter ist zu definieren, welche Betrachtungsweise beim Benchmark eingenommen wird. Ist es die Sicht des Anlegers, der mehrere Investitionsmöglichkeiten hat und unterschiedliche Anlageprodukte wählen kann oder diejenige einer Immobilienunternehmung, die prüfen möchte, wie gut die Anlage im Vergleich zu anderen Anlageklassen ist. Je nach Betrachtungsweise kann das Benchmarking mit einem anderen Produkt sinnvoll sein oder nicht.

Besonders wichtig wäre, dass reichliche Informationen des zu vergleichenden Portfolios oder der zu vergleichenden Liegenschaft zur Verfügung stehen. Dies ist bereits das Hauptproblem. Denn viele Informationen werden von den Unternehmungen vertraulich behandelt, so dass man viele Daten gar nicht erhält. Auf Stufe Liegenschaft ist ein Benchmarkvergleich mit IPD oder IAZI das beste Produkt, welches in der Schweiz zur Zeit erhältlich ist. Damit kann beurteilt werden, wie die eigenen Liegenschaften zu fremden Liegenschaften stehen. Jedes Immobilienanlageprodukt hat die Möglichkeit, seine Immobilienanlagen bei IPD oder IAZI benchmarken zu lassen. Da diese zwei Anbieter ihre eigenen Berechnungsgrundlagen haben, die sie auch für jeden Kunden anwenden, ist eine Vergleichbarkeit gegeben. Einzelne Kosten und Erträge werden mit anderen „Liegenschaften-Konkurrenten“ verglichen oder nach Wunsch sogar nach Gebieten, Nutzungen, usw. aufgeteilt. Mit dieser externen Performance-Messung wird der Handlungsbedarf ersichtlich, je nachdem, wie gut oder schlecht man war. Die Liegenschaftskosten in einem Benchmark sind auch nur diejenigen, welche zur Lasten des Eigentümers gehen. Diesbezüglich würde es durchaus sinnvoll sein, die gesamten Liegenschaftskosten, d.h. auch die der Mieter, beim Benchmarking zu berücksichtigen. So könnte die Kosten- und Energieeffizienz von Immobilien miteinander verglichen werden.

Vergleiche im Zusammenhang mit dem externen Benchmarking, wie Indizes, sind kritisch anzugehen. Sehr viel wird miteinander vermischt: Eigene mit Fremddaten, deren Immobilien nicht unbedingt bekannt sind. Deren Zusammensetzung weiss man daher nicht. Als Beispiel könnte man den Fremdkapitalanteil, die Liegenschaftenarten, die Lage oder Qualität der Liegenschaften nennen. Sollten jedoch Indizes als Basis genommen werden, wäre sicherlich mindestens eine Halbjahrespublikation sinnvoll, da nicht alle Gesellschaften ihre Jahresabschlüsse nur per 31. Dezember aufbereiten, sondern auch unterjährig.

Weiter müssen folgende Anforderungen beim Benchmarking mit Indizes gegeben sein:

- Zwecks Vermeidung von Verzerrungen durch unterschiedliche Strukturen muss der Index aus Anlagen mit ähnlichen Eigenschaften bestehen.
- Es dürfen nur realistische Marktpreise in die Betrachtungen eingehen. Dabei werden insbesondere direkte Immobilienanlagen angesprochen, bei denen unterschiedliche interne Bewertungsmethoden angewandt werden.
- Für Performance-Vergleiche müssen genügend Indexzeitreihen zur Verfügung stehen. Dies ist in der Schweiz ein Hauptproblem der Immobilienindizes, da mehrheitlich nur für indirekte Immobilienanlagen ausreichende historische Daten verfügbar sind<sup>80</sup>.

Allgemein ist ein Kennzahlenvergleich kritisch zu hinterfragen. Insbesondere, wenn es sich um unterschiedliche Immobilienanlageprodukte handelt, bei denen es häufig Unterschiede in der Berechnungsbasis gibt.

Ein Vergleich mit ausländischen Immobilien/Portfolios ist nur sinnvoll, wenn man gezielt etwas in Erfahrung bringen möchte. Es darf nicht ausser Betracht gelassen werden, dass im Ausland andere Regulatoren und Spielregeln herrschen als in der Schweiz. Das Ziel und der Aufbau solch einer Analyse muss genau verfolgt werden, um eine plausible und realistische Auskunft zu bekommen. Beim internen Benchmarking im Konzern gilt dasselbe, wenn der Konzern international ausgerichtet ist und Liegenschaften oder Portfoliovergleiche mit dem Ausland gemacht werden.

---

<sup>80</sup> Vgl. Eckmann Urbanski Carmen: Performance und Bewertung von Immobilienportfolios, S. 10

### **5.3 Handlungsfelder im Bereich Immobilienrisiken**

Allgemein sollten die Risiken eines Immobilienportfolios berücksichtigt werden, um die eventuellen Folgen von Einflüssen im Voraus zu planen. In diesem Zusammenhang gilt es unterschiedliche Risiken zu beachten, wie beispielsweise bei den einzelnen Immobilien Lage, Qualität, Verträge, usw. Auf Stufe Portfolio ist die Diversifikation oder die Fremdfinanzierung ein Thema. Die Immobilienwelt ist voller Risiken. Und genau diesen Risiken werden gemäss durchgeführter Umfrage nur wenig Beachtung geschenkt. Aus der Befragung ging hervor, dass 46 % der Befragten die Risiken bei der Performance-Messung nicht berücksichtigen. Möglicherweise ist dieses Ergebnis eine Konsequenz des relativ stabilen Marktes in der Schweiz. Die sog. „Style Risk“ oder die Zinssensitivität eines Portfolios zu analysieren, kann nur Vorteile bringen. Wie Herr Ritz von PwC im Interview betonte: „man soll die Portfolios stressen und sehen was passiert“. Dies ist sicherlich ein Vorteil, um Schwächen zu erkennen und entsprechend zu handeln. Da der Markt bzw. die Wirtschaft eines Landes Konjunkturschwankungen ausgesetzt ist, ist die Berücksichtigung von Risiken eine gute Vorsichtsmassnahme. Ein Risiko-Benchmarking zu erstellen, wäre sicherlich von Vorteil. Dies könnte auf Stufe einzelner Immobilien oder auf Stufe Portfolio geschehen, indem sie, beispielsweise in Form eines Ratings, in Risikoklassen eingeteilt werden. Bei Benchmarking könnte diese Risikoeinstufung berücksichtigt werden, womit die Vergleichbarkeit untereinander besser gegeben wäre.

Aus dem IAZI Newsletter Juli 2009 geht hervor, dass bereits im Rahmen einer Dissertation betreffend Zinssensitivität von Immobilien-Direktanlagen geforscht wird. Herr Alain Chaney präsentierte an der European Real Estate Society Conference (ERES) in Stockholm ein neuartiges Tool, welches es ermöglicht, verschiedene Risikoanalysen für Immobilien durchzuführen. Dabei wurde das gesamte, für die Immobilienbranche relevante makroökonomische Umfeld, wie beispielsweise Zinsen, Inflation, Konjunkturzyklen und Marktmiete, unter expliziter Berücksichtigung der Stochastik und Unsicherheit der verschiedenen Faktoren und Zusammenhänge modelliert. Diese Darstellung ermöglicht einerseits beliebige Immobilientypen, wie Büro-, Gewerbe- oder Wohnliegenschaften, andererseits einzelne Immobilien, als auch ganze Portfolios unter verschie-

denen Szenarien zu berechnen und die Sensitivität der Free Cash Flows und/oder des Immobilienwertes bezüglich verschiedener Risikofaktoren herauszukristallisieren<sup>81</sup>.

---

<sup>81</sup> Vgl. [www.iazi.ch](http://www.iazi.ch), 30.07.2009

## 6. Schlusswort

Die Immobilienanlageprodukte haben in der Schweiz in den letzten Jahren stark an Bedeutung gewonnen. Diesbezüglich wird - wie in der reinen Finanzwelt auch - im Bereich der Immobilien Transparenz sowie die Bekanntgabe vieler Daten und Hintergrundinformationen gefordert. Der Leistungsdruck in einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld, unter Berücksichtigung einer stark globalisierenden Konkurrenz im Immobilienbereich, erfordert ebenfalls aktives und übersichtliches Handeln durch die Manager. Unterschiedlich sind zurzeit nicht nur die einzelnen Begriffsdefinitionen, sondern auch, wie mit der Performance-Messung umgegangen wird. Umso befriedigender ist die Feststellung, dass sich die Meisten einig sind, dass es bei der Performance-Messung um eine Leistungsmessung geht. Dabei spielt es keine Rolle, welches Anlageprodukt betrachtet wird. Entscheidend ist vielmehr, wie diese Leistung gemessen wird. Erstaunlich ist, dass heute noch viele mittels des Excel-Programms ihre Daten aufbereiten, anstelle von zuverlässigeren, fixen Programmen, welche die Kennzahlen aufgrund eines einfachen Knopfdrucks zusammenstellen. Die Performance zu messen und zu vergleichen gestaltet sich aktuell auch im Zusammenhang mit den unterschiedlichen Kennzahlenherleitungen noch als sehr schwierig. Die einzelnen Immobilienprodukte haben sich zum grössten Teil für ihre eigenen Kennzahlen entschieden. Ihr Ziel ist es in erster Linie, Stärken und Schwächen in ihren Portfolios zu erkennen und eine Vergleichbarkeit untereinander, insbesondere innerhalb der gleichen Produktklasse, sicher zu stellen. Bei dem sog. Benchmarking ist die Vergleichbarkeit schwierig, denn die Praxis zeigt auf, dass jeder seine eigenen Methoden anwendet. IAZI und IPD haben in diesem Bereich sicherlich bereits nützliche Grundlagen geschaffen. Aufgrund der noch immer sehr unterschiedlichen Herleitungen und Betrachtungsweisen sind wir jedoch noch lange nicht vor Fehlinterpretationen der Zahlen geschützt. Die verschiedenen Einflussfaktoren auf die ausgewiesenen Immobilienergebnisse sind gross und dürfen nicht unterschätzt werden. Auch bei Berücksichtigung der Risiken sind wir noch weit von einem Idealzustand entfernt. Dies selbstverständlich auch aufgrund dessen, dass Immobilien in der Schweiz bis zum heutigen Zeitpunkt als stabiles Investment angesehen werden. Doch wie wird sich der Immobilienmarkt in der Zukunft entwickeln? Risiken zu berücksichtigen, sei es durch die Herleitung von Kennzahlen oder durch die Darstellung von eventuell eintretenden Szenarien, kann sehr nützlich



sein, um einen Handlungsbedarf beispielsweise in Form von Diversifikation oder Finanzierung rechtzeitig zu erkennen. Eine detaillierte Analyse und Weiterbearbeitung von Risiken von Immobilien bzw. Immobilienportfolios wäre sicherlich sehr interessant und ein immer mehr gefragtes Produkt. Nichts desto trotz müssen auf dem Platz Schweiz weiterhin die Kennzahlen von Immobilien ausgearbeitet und gegenseitig abgeglichen werden, auch mit internationalen Richtlinien, um eine Vergleichbarkeit sinnvoll zu gewährleisten. Denn Immobilien sind und bleiben auf Grund ihrer Eigenschaften ein nachgefragtes Investitionsgut, welches transparent sein muss.

Abschliessend ist festzuhalten, dass der Weg zu einer sinnvollen Performance-Messung von Immobilienanlagen noch nicht beendet ist. Das Bedürfnis nach Transparenz und der Datenhunger, anders ausgedrückt auch das Bedürfnis, die Leistung vergleichen zu können, nimmt stetig zu. Ebenso die Gesetze, Verordnungen, Regeln und Empfehlungen. Aufgrund der grossen Entwicklung in den letzten Jahren kann man jedoch sagen, dass wir auf dem richtigen Weg sind, um den stetig wachsenden Anforderungen im Bereich der Performance-Messung zu genügen.

## 7. Anhang

### 7.1 Literaturverzeichnis

**Buchschacher Remi/Köhler Bernhard Dr./Kameni Gaétan E.:** Der Newsletter der Schweizer Immobiliengespräche, Schweizer Immobiliengespräche (Hrsg.), Ausgabe 2 / April 2006, Langenthal 2006, S. 1

**Eckmann Urbanski Carmen:** Performance und Bewertung von Immobilienportfolios, Urbanski Carmen Eckmann (Hrsg.), Dissertation Nr. 2977, St. Gallen 2005, S. 9 - 10, S. 15, S. 24 - 25, S. 27, S. 40, S. 45

**Gantenbein Pascal Dr. :** Performance von Immobiliengesellschaften, Marktbasierte Ansätze zum effizienten Corporate Portfolio Management, Baumberger Jörg / Burkhalter Peter / Zufferey Jean-Baptiste (Hrsg.), St. Gallen 2004, S. 8, S. 153

**Gantenbein Pascal Dr.:** Die Institutionen des schweizerischen Immobilienmarktes, Eine Analyse unter dem Transaktionsaspekt mit Vorschlägen zur Steigerung der Markteffizienz, Geiger Hans Prof. Dr. / Hirszowicz Christine Prof. Dr. / Kilgus Ernst Prof. Dr. / Volkart Rudolf Prof. Dr. / Bernet Beat Prof. Dr. / Grunbichler Andreas Prof. Dr. / Spremann Klaus Prof. Dr. / Zimmermann Heinz Prof. Dr. (Hrsg.), Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Band 302, St. Gallen 1999, S. 47

**Geltner David M. / Miller Norman G. / Clayton Jim / Eichholtz Piet:** Commercial Real Estate, Analysis & Investments, International Student Edition, Geltner David M. / Miller Norman G. / Clayton Jim / Eichholtz Piet (Hrsg.), Mason 2007, S. 297

**Georgi Christian:** Bauwirtschaft und Baubetrieb, Ansätze zur Neustrukturierung von Wohnungsunternehmen, Prozessmanagement, Portfoliomanagement, Georgi Christian (Hrsg.), Mitteilungen Heft 33, Berlin 2006, S. 92

**Hepp Stefan Dr. oec. / Baumann Benjamin:** Performance-Messung bei Immobilienanlagen, Die Gewichtung der Weltregionen in Indizes als Krux, Schweizer Personalvorsorge (PERF-08), 2008, S. 1 - 2

**Kleeberg Jochen M. Dr. :** Moderne Methoden der internen Performance-Attribution, Unterlagen zum Seminar „Performance-Messung, -Analyse und -Präsentation“, Uhlenbruch 2003, S. 4

**Klug Walter:** Offene Immobilienfonds, Zeit für stabile Werte, der offene Immobilienfonds, Erfolgsprodukt der Investmentbranche, Klug Walter (Hrsg.), Frankfurt am Main 2004, S. 5

**Matthias Thomas MRICS Dr. Prof.**, Performancemeasurement und Attribution, Präsentation CUREM 2009, Folie 10, Folie 54, Folie 59, Folie 60

**Motovilova Svetlana**: Messung, Präsentation und Analyse der Investment Performance - Aktuelle Herausforderungen und Entwicklungen in der Schweiz, Motovilova Svetlana (Hrsg.), Zürich 2005, S. 10 - 11

**PricewaterhouseCoopers**: Das schweizerische Anlagefondswesen, PricewaterhouseCoopers (Hrsg.), 3. Auflage, Zürich 2005, S. 25, S. 27

**PricewaterhouseCoopers**: Swiss Performance Presentation Standards, PricewaterhouseCoopers (Hrsg.), Zürich 2005, S. 3

**Sal. Oppenheim**: Immobilien Investment Survey 2008, Allokationen, Trends, Meinungen, Bank Sal. Oppenheim Real Estate Advisory (Hrsg.), Zürich 2008, S. 16

**Schulte Karl Werner / Thomas Matthias**: Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, Schulte Karl Werner / Thomas Matthias (Hrsg.), Köln 2007, S. 46 - 47, S. 88, S. 182, S. 208, S. 358

**Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA)**: Finanzkennzahlen für Immobilien, Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA) / Verband der Immobilieninvestoren und -verwaltungen (VIV) (Hrsg.), Dokumentation D 0213, Zürich 2005, S. 15, S. 17 - 20

**Scognamiglio Donato Dr. Prof.**: Immobilienbewertungsmethoden und Benchmarking, HEV Schweiz (Hrsg.), 4. überarbeitete und ergänzte Auflage, Zürich 2008, S. 63

**Siepe Werner**: Immobilien für Kapitalanleger, Auswahl, Renditestrategien, Beispielrechnungen, Siepe Werner (Hrsg.), Frankfurt 2000, S. 140

**Spitz Daniel**: Swiss Performance Presentation Standards (SPPS), Eine kritische Analyse des Status Quo und Vorschläge zur Weiterentwicklung, Universität St. Gallen (Hrsg.), St. Gallen 2004, S. 10

**Spremann Klaus Dr.**: Portfoliomanagement, International Management and Finance, Spremann Klaus Dr. (Hrsg.), 2. überarbeitete und ergänzte Auflage, München 2003, S. 60, S. 211, S. 213 - 214

**Swiss Funds Association SFA**, Kennzahlen von Immobilienfonds, Fachinformation, 2. April 2008, S. 1, S. 3, S. 5, S. 11

**The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) Chapter Switzerland:** Swiss Valuation Standards (SVS), Best Practice of Real Estate Valuation in Switzerland, Hochschulverlag AG an der ETH Zürich (Hrsg.), Zürich 2007, S. 15 - 17

**Thommen Jean-Paul:** Managementorientierte Betriebswirtschaftslehre, 5., vollständige überarbeitete und erweiterte Auflage, Zürich 1996, S. 463

**UBS Business Banking:** Fokus für institutionelle Anleger, Immobilien, Mai 2008 Nr. 8, UBS AG (Hrsg.), Zürich 2008, S. 1

**Wettstein Thomas:** Gesamtheitliches Performance Measurement, Vorgehensmodell und informationstechnische Ausgestaltung, Wettstein Thomas (Hrsg.), Freiburg i. Ü. 2002, S. 3, S. 15, S. 31

**Winkler Dennis:** Schnellkurs Aktien, Winkler Dennis (Hrsg.), 3. aktualisierte Auflage, Berlin 2007, S. 80 - 81, S. 86 - 89

## **7.2 Internetseiten**

[www.aramis.admin.ch](http://www.aramis.admin.ch), 4.07.2009

[www.awi-anlagestiftung.ch](http://www.awi-anlagestiftung.ch), 10.07.2009

[www.handelszeitung.ch](http://www.handelszeitung.ch), 4.07.2009

[www.iazi.ch](http://www.iazi.ch), 20.05.2009, 30.07.2009

[www.ipd.com/switzerland](http://www.ipd.com/switzerland), 30.05.2009

[www.kgast.ch](http://www.kgast.ch), 30.05.2009

[www.sfa.ch](http://www.sfa.ch), 21.05.2009

[www.six-swiss-exchange.com](http://www.six-swiss-exchange.com), 2.06.2009

[www.swissbanking.org](http://www.swissbanking.org), 18.05.2009

[www.watsonwyatt.com/europe/switzerland](http://www.watsonwyatt.com/europe/switzerland), 30.05.2009

[www.wikipedia.de](http://www.wikipedia.de), 22.05.2009

[www.wuestundpartner.com](http://www.wuestundpartner.com), 3.06.2009

### **7.3 Interview-Partner**

Herr Christoph Zaborowski  
Partner von Wüest und Partner  
Leiter IPD Switzerland  
Interviewtag: 30.06.2009

Herr Kurt Ritz MRICS  
Head Real Estate  
Consulting PricewaterhouseCoopers  
Interviewtag: 2.07.2009

Herr Dr. Christoph Vock  
Leiter Benchmark  
IAZI AG  
Interviewtag: 6.07.2009

Herr Jan P. Eckert  
Managing Director Real Estate  
Sal. Oppenheim jr. & Cie. Corporate Finance (Switzerland) Ltd.  
Interviewtag: 7.07.2009

### **7.4 Interview-Fragebogen**

#### **Allgemeine Fragen:**

- Was verstehen Sie persönlich unter dem Begriff Performance?
- Wie sollte ein Investor seine Zielperformance festlegen?
- Wie oft sollten die Performance-Daten aufbereitet werden, bzw. welche Überwachungszyklen sind notwendig?
- Welche Kennzahlen sind für Sie im Zusammenhang mit Performance-Analyse am Aussagekräftigsten?
- Welche Hauptprobleme im Bereich der Aufbereitung der Performance Daten gibt es Ihrer Meinung nach bei den Firmen?

- 
- Welche Risikofaktoren sollten im Zusammenhang mit der Performance-Analyse berücksichtigt werden?
  - Mit welchen Produkten sollte die Immobilienperformance extern verglichen werden?
  - Macht es Sinn, sich mit Immobilienportfolios im Ausland zu messen?
  - Was halten Sie von den Kennzahlenempfehlungen von beispielsweise SIA 0213 „Finanzkennzahlen für Immobilien“, SFA oder KGAST?
  - Welche Handlungsfelder im Zusammenhang mit Performance gibt es, respektive muss es für folgende Produkte auf dem Markt geben:
    - Immobilienfonds?
    - Anlagestiftungen?
    - Immobilienaktiengesellschaften?
    - Immobiliendirektanlagen?
  - Denken Sie, dass die Performance-Messung im Wandel der Zeit an Bedeutung zugenommen hat? Wenn ja, weshalb?

### **Spezifische Fragen für IPD**

- Können Sie mir bitte den IPD-Index aus Ihrer Sicht erklären?
- Der IPD-Index gibt lediglich Infos über Total Return, Netto Cash Flow Rendite, Wertänderungsrendite. Aufgrund welcher Grundlage erachten Sie dies als ausreichend?
- Würde es Sinn ergeben, den IPD-Index monatlich zu veröffentlichen?
- Ist es für einen Kunden sinnvoll, die Performance seines Portfolio mit dem IPD-Index zu vergleichen, da IPD den Index zeitgewichtet und die meisten Immobilienportfolios geldgewichtet berechnet werden?
- Wie ist der Index in der Schweiz diversifiziert? Ergibt es für einen Eigentümer Sinn, wenn er nur Liegenschaften in Genf hat, den IPD-Index als Benchmark zu nehmen?
- Inwiefern kann der IPD-Index noch verbessert werden?
- Gibt es Nachteile vom IPD-Index?
- Was halten Sie vom IAZI-Index?
- Inwieweit spüren Sie die Konkurrenz (beispielsweise IAZI Swiss Property Benchmark)?

**Spezifische Fragen für IAZI**

- Können Sie mir bitte den IAZI-Index und den IAZI Benchmarkreport aus Ihrer Sicht erklären?
- Ist der IAZI-Index ein guter Benchmark?
- Würde es Sinn ergeben, den IAZI-Index monatlich zu veröffentlichen?
- Wie ist der Index in der Schweiz diversifiziert? Ergibt es für einen Eigentümer Sinn, wenn er nur Liegenschaften in Genf hat, den IAZI-Index als Benchmark zu nehmen?
- Inwiefern kann der IAZI-Index noch verbessert werden?
- Hat der IAZI-Index Nachteile?
- Können Sie mir über den geplanten Risiko-Benchmark von IAZI etwas sagen?
- Was halten Sie vom IPD-Index und IPD-Benchmarkreport?
- Inwieweit spüren Sie die Konkurrenz (Bsp. IPD)?

**Spezifische Fragen für PwC**

- Welches sind die häufigsten Empfehlungen, welche die PwC jeweils an Immobilienunternehmen im Bereich des Reportings / Rendite / Benchmarking gibt?
- Welche Handlungsfelder im Bereich von Immobilienbenchmarking sehen Sie generell?
- Welche Tätigkeiten in diesem Bereich lanciert, verstärkt, ändert die PwC in nächster Zeit?
- PwC hat diverse Geschäftsfelder. Wie hoch ist der prozentuale Geschäftsanteil der Immobilien am Gesamten?
- Ist der IPD-Index ein guter Benchmark?
- Ist der IAZI-Index ein guter Benchmark?
- Gibt es andere Indizes, die im Zusammenhang mit Performance-Analyse erwähnenswert sind? Falls ja, welche und warum?
- Würde es Sinn ergeben, den IPD-Index, bzw. IAZI-Index in der Schweiz monatlich zu veröffentlichen?

### **Spezifische Fragen für Sal. Oppenheim**

- Was halten Sie vom IAZI-Index und den IAZI Benchmarkreport?
- Was halten Sie vom IPD-Index und den IPD Benchmarkreport?
- Würde es Sinn ergeben, den IAZI-Index oder IPD-Index monatlich zu veröffentlichen?
- Gibt es aus Ihrer Sicht noch einen anderen Immobilien-Index oder Benchmarkreport in der Schweiz, der erwähnenswert ist?
- Würde es Sinn ergeben, einen Risiko-Benchmark zu erstellen?
- Welches sind die häufigsten Empfehlungen, die Sal. Oppenheim jeweils an Immobilienunternehmen im Bereich des Reportings / Rendite / Benchmarking gibt?
- Welche Handlungsfelder im Bereich von Immobilienbenchmarking sehen Sie generell?
- Sal. Oppenheim hat diverse Geschäftsfelder. Wie hoch ist der prozentuale Geschäftsanteil der Immobilien am Gesamten?
- Welche Rolle(n) hat die Bank Sal. Oppenheim im Immobilienmarkt aktuell und in Zukunft?



## 7.5 Kennzahlenübersicht

### 7.5.1 Objekt und Bewirtschaftungskennzahlen

#### Mietzinsausfallquote

Die Mietzinsausfallquote zeigt das Verhältnis der aufgrund von Mietzinsausfällen bedingten Reduktion des Mietertrages (SOLL) zum Mietertrag (IST) auf. Es beschreibt somit, welcher Anteil des Mietertrages (SOLL) aufgrund von Leerständen und Inkassoverlusten nicht realisiert werden kann.

Die Formel setzt sich folgendermassen zusammen<sup>82</sup>:

$$\text{Mietzinsausfallquote} = \frac{\text{Mietzinsausfälle}}{\text{Mietertrag (SOLL)}} \times 100$$

#### Betriebskostenquote

Die Betriebskostenquote gibt das Verhältnis von nicht umlegbaren Betriebskosten zum Nettobetrag an und erlaubt aufgrund ihres Bezuges auf den Mietertrag (IST) Rückschlüsse auf die Effektivität der Mietvertragsgestaltung, da Mietausfälle, Leerstände, etc. nicht berücksichtigt werden.

Die Berechnung der Betriebsquote wird folgendermassen dargestellt<sup>83</sup>:

$$\text{Betriebskostenquote} = \frac{\text{Eigentümerkosten}}{\text{Mietertrag (IST)}} \times 100$$

#### Instandhaltungsquote

Die Instandhaltungsquote errechnet sich durch die Summe der Instandhaltungskosten, dividiert durch den Mietertrag (IST). Diese Kennzahl lässt Rückschlüsse auf die Kosteneffizienz der Massnahmen und gegebenenfalls den baulichen Zustand der Immobilie(n) zu.

Die Formel setzt sich folgendermassen zusammen<sup>84</sup>:

$$\text{Instandhaltungsquote} = \frac{\text{Instandhaltungskosten}}{\text{Mietertrag (IST)}} \times 100$$

---

<sup>82</sup> Vgl. Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA). Dokumentation D 0213, S. 19

<sup>83</sup> Vgl. Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA). Dokumentation D 0213, S. 19

<sup>84</sup> Vgl. Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA). Dokumentation D 0213, S. 20

### **Instandsetzungsquote**

Die Instandsetzungsquote berechnet sich aus der Summe der Instandsetzungskosten, die für die Wiederherstellung des Gebrauchs der Immobilien nötig ist, dividiert durch den Mietertrag (IST). Sie gibt Auskunft über die in Zukunft notwendigen Investitionen und anfallenden Kosten.

Formel<sup>85</sup>:

$$\text{Instandsetzungsquote} = \frac{\text{Instandsetzungskosten}}{\text{Mietertrag (IST)}} \times 100$$

### **Immobilien-Managementaufwandquote (TERimmo)**

Diese Kennzahl ist ein Indikator für die Belastung des Immobilienbestandes durch Kosten, welche für die Verwaltung sowie das Portfolio- und Asset Management von Immobilien entstehen.

Die Formel ist folgendermassen aufgebaut<sup>86</sup>:

$$\text{TER}_{\text{immo}} = \frac{\text{Verwaltungs-, Portfolio- und Managementkosten}}{(\text{VW}_{t_0} + \text{VW}_{t_1})/2} \times 100$$

wobei:

$\text{VW}_{t_0}$  Verkehrswert (Marktwert) am Anfang der Periode

$\text{VW}_{t_1}$  Verkehrswert (Marktwert) am Ende der Periode

### **EBIT-Marge**

EBIT ist die Abkürzung für „Earnings before interest and taxes“ und heisst wörtlich übersetzt „Gewinn vor Zinsen und Steuern“. In der Praxis bedeutet es „Gewinn vor Finanzergebnis“<sup>87</sup>. Damit wird das Verhältnis von Betriebsgewinn zu den Netto-Mietzinseinnahmen aufgezeigt.

Die Formel sieht wie folgt aus:

$$\text{EBIT - Marge} = \frac{\text{Betriebsgewinn}}{\text{Netto - Mietzinseinnahmen}} \times 100$$

Ignoriert werden Finanzierungsaufwendungen oder -erträge und Steuern<sup>88</sup>.

<sup>85</sup> Vgl. Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA). Dokumentation D 0213, S. 20

<sup>86</sup> Vgl. Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA). Dokumentation D 0213, S. 21

<sup>87</sup> Vgl. [www.wikipedia.de](http://www.wikipedia.de), 22.05.2009

<sup>88</sup> Vgl. [www.wikipedia.de](http://www.wikipedia.de), 22.05.2009

## 7.5.2 Statische Renditekennzahlen

### Brutto- und Nettorendite

Die Bruttorendite berechnet das Verhältnis von Mietertrag (SOLL) zum aktuellen Verkehrswert und kann als Erfolgs- und Vergleichsmaßstab für die möglichen Mietzinserträge bzw. die operative Nutzung der Immobilie(n) bezogen auf den Verkehrswert herangezogen werden.

Die Formel sieht folgendermassen aus:

$$\text{Bruttorendite} = \frac{\text{Mietertrag (SOLL)}}{\text{Verkehrswert}} \times 100$$

Die Nettorendite berechnet sich aus den verbleibenden Erträgen, nach Abzug der Eigentümerkosten (z.B. Leerstand und nicht überwälzbare Kosten auf die Mieter). Diese Kennzahl kann als Erfolgs- und Vergleichsmaßstab für die operative Nutzung der Immobilie(n) bezogen auf den Verkehrswert (Marktwert) herangezogen werden.

Die Berechnung der Nettorendite sieht folgendermassen aus<sup>89</sup>:

$$\text{Nettorendite} = \frac{\text{Nettoertrag}}{\text{Verkehrswert}} \times 100$$

### Eigenkapitalrendite

Die Eigenkapitalrendite (Engl. Return on Equity ROE) zeigt den Liegenschaftenerfolg im Verhältnis zum durchschnittlichen Nettoanlagevermögen auf und bezeichnet die Verzinsung des effektiv eingesetzten Eigenkapitals (Marktwert).

Die Berechnung sieht folgendermassen aus<sup>90</sup>:

$$\text{EKrendite} = \frac{\text{Liegenschaftenerfolg}}{(\text{EK}_{t_0} + \text{EK}_{t_1})/2} \times 100$$

mit:

$\text{EK}_{t_0}$  Eigenkapital am Anfang der Periode

$\text{EK}_{t_1}$  Eigenkapital am Ende der Periode

<sup>89</sup> Vgl. Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA). Dokumentation D 0213, S. 17

<sup>90</sup> Vgl. Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA). Dokumentation D 0213, S. 18

### Cash Flow Return on Investment (CFROI)

Der sog. CFROI bezeichnet den Cash Flow (Geldfluss) im Verhältnis zum investierten Kapital. Anders ausgedrückt bezeichnet es die Rendite, die durch den Cash Flow der Immobilie(n) bezogen auf das investierte Kapital erwirtschaftet wird<sup>91</sup>.

Die Formel setzt sich folgendermassen zusammen:

$$\text{CFROI} = \frac{\text{Cash Flow}}{\text{Anschaffungskosten} + \text{Investitionen}} \times 100$$

### 7.5.3 Dynamische Renditekennzahl

#### Wertänderungs- und Cash Flow Rendite

Die einfachste Weise, die Rendite zu berechnen, ist die Bestimmung der prozentualen Veränderung zwischen Anfangs- und Endwert einer Liegenschaft oder des Portfolios während einer bestimmten Zeitperiode.

Die Formel für die Wertänderungsrendite sieht folgendermassen aus:

$$r = \frac{V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}} \times 100$$

mit:

$r$  Rendite

$V_t$  Marktwert der Liegenschaft am Ende der Periode

$V_{t-1}$  Marktwert der Liegenschaft am Anfang der Periode

Die Netto-Mietzinseinnahmen abzüglich nicht umgelegter Bewirtschaftungskosten, der sog. Cash Flow, kann anhand der Rendite-Formel folgendermassen dargestellt werden:

$$r = \frac{NCF_t}{V_{t-1}} \times 100$$

mit:

$r$  Rendite

$NCF_t$  Netto Cash Flow / Saldo des Mittelflusses aus Netto-Mieteinnahmen<sup>92</sup>.

<sup>91</sup> Vgl. Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA). Dokumentation D 0213, S. 17

<sup>92</sup> Vgl. Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein (SIA). Dokumentation D 0213, S. 15

## Total Return

Werden die Wertänderungs- und Cash Flow Rendite addiert, dann bekommt man den Total Return, der folgendermassen aussieht<sup>93</sup>:

$$r = \frac{V_t - V_{t-1} + NCF_t}{V_{t-1}} \times 100$$

mit:

$r$  Rendite / Total Return / Performance

$V_t$  Marktwert der Liegenschaft oder des Portfolios am Ende der Periode

$V_{t-1}$  Marktwert der Liegenschaft oder des Portfolios am Anfang der Periode

$NCF_t$  Netto Cash Flow / Saldo des Mittelflusses aus Netto-Mieteinnahmen

### 7.5.4 Risiko-Kennzahlen

#### Standardabweichung (Volatilität)

Für die Bemessung des Risikos im Rahmen der Portfolio Selektions-Theorie haben sich vor allem die Varianz, bzw. die Standardabweichung durchgesetzt, die die Volatilität einer Anlage bemessen.

Die Formel sieht folgendermassen aus:

$$\sigma_i = \sqrt{\frac{1}{n-1} \cdot \sum_{t=1}^n (r_t - \bar{r})^2}$$

wobei:

$\sigma_i$  Standardabweichung (Quadratwurzel der Varianz) einer Immobilien

$n$  Anzahl der betrachteten Zeitpunkte

$r_t$  Rendite zum Zeitpunkt  $t$

$\bar{r}$  mittlere Rendite der  $n$  Zeitpunkte<sup>94</sup>

Mit der Berechnung der Standardabweichung wird das Risiko als Streuung der Rendite definiert und zeigt, wie stark die Rendite und damit das Anlageergebnis vom Erwartungswert abweichen kann. Je höher die Abweichung, desto grösser ist die Gefahr, einen Verlust zu erleiden<sup>95</sup>.

<sup>93</sup> Vgl. Schulte Karl Werner: Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 88

<sup>94</sup> Vgl. Georgi Christian: Bauwirtschaft und Baubetrieb, S. 92

<sup>95</sup> Vgl. Eckmann Urbanski Carmen: Performance und Bewertung von Immobilienportfolios, S. 15

### Beta-Faktor

Der Beta-Faktor zeigt an, wie volatil Immobilienaktien sind, indem dieser eine Korrelation zwischen der Kursentwicklung der Aktien und dem jeweiligen Immobilien-Index, sprich Immobilienmarkt, herstellt.

Diese Kennzahl errechnet sich wie folgt:

$$\text{Kursänderung der Aktie} = \text{Beta} * \text{Änderung des Index}$$

Nimmt der Beta-Faktor den Wert von 1 an, dann schwankt die Aktie wie der Immobilienmarkt. Ist der Faktor kleiner als 1, dann schwankt die Aktie weniger als der Immobilienmarkt, bzw. falls der Wert grösser als 1 ist, dann schwankt die Aktie stärker als der jeweilige Immobilienmarkt<sup>96</sup>.

### Sharpe-Ratio

Die Sharpe-Ratio, auch als Reward-to-Variability Ration bezeichnet, misst die Risikoprämie (durchschnittliche Überschussrendite) pro Einheit Gesamtrisiko, welches durch die Standardabweichung der Portfoliorendite gemessen wird. Die Risikoprämie berechnet sich aus der Portfoliodurchschnittsrendite abzüglich des risikolosen Zinssatzes.

Die Formel für die empirische Sharpe-Ratio stellt sich folgendermassen zusammen:

$$SR_p = \frac{\bar{r}_p - r_f}{\sigma_p}$$

Bedeutung der Abkürzungen:

$SR_p$  Sharpe-Ratio des Portfolios P

$\bar{r}_p$  mittlere realisierte Rendite des Portfolios P

$r_f$  risikoloser Zinssatz

$\sigma_p$  empirische Standardabweichung der Portfoliorenditen<sup>97</sup>

### Jensen's Alpha

Bei der Errechnung der Kennzahl Jensen's Alpha geht es um die Frage nach den Erfolgsfaktoren (Faktor-Modell). Sie misst den Beitrag des Portfoliomanagers am Anlageerfolg. Die Ergebniszahl beschreibt die Differenz zwischen der durchschnittlich realisierten Überrendite eines mit Informationsvorsprüngen verwalteten Portfolios und

<sup>96</sup> Vgl. Winkler Dennis: Schnellkurs Aktien, S. 88-89

<sup>97</sup> Vgl. Eckmann Urbanski Carmen: Performance und Bewertung von Immobilienportfolios, S. 24-25

der Überrendite des Benchmarkportfolios, gewichtet mit dem systematischen Risiko des Portfolios.

Die Formel sieht folgendermassen aus<sup>98</sup>:

$$\alpha_p = (r_p - r_f) - (r_{BM} - r_f)\beta_p$$

Bedeutung der Abkürzung:

$\alpha_p$	Jensen's Alpha des Portfolios P
$r_p$	realisierte Rendite des Portfolios P
$r_f$	risikoloser Zinssatz
$r_{BM}$	realisierte Rendite des Benchmark BM
$\beta_p$	Betafaktor des Portfolios P

### 7.5.5 Weitere wichtige Kennzahlen

#### Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV)

Eine der bekanntesten Kennzahlen für die Aktienanalyse ist das Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV), weil es ein Indikator für die Preiswürdigkeit einer Aktie ist. Je niedriger das KGV ist, desto preisgünstiger sind die Aktien. Auf Englisch wird diese Kennzahl „Price Earning Ratio“ (P/E ratio) genannt.

Die Berechnung lautet<sup>99</sup>:

$$KGV = \frac{\text{Börsenkurs} / \text{Aktie}}{\text{Ergebnis} / \text{Aktie}}$$

#### Kurs/Buchwert-Verhältnis (KBV)

Das Kurs/Buchwert-Verhältnis (KBV) setzt den aktuellen Aktienkurs ins Verhältnis zum Buchwert pro Aktie. Der Buchwert entspricht dem Eigenkapital des Immobilienunternehmens, wobei das Eigenkapital zum Teil bereinigt wird.

Der KBV errechnet sich folgendermassen<sup>100</sup>:

$$KBV = \frac{\text{Börsenkurs} / \text{Aktie}}{\text{Buchwert} / \text{Aktie}}$$

<sup>98</sup> Vgl. Eckmann Urbanski Carmen: Performance und Bewertung von Immobilienportfolios, S. 27

<sup>99</sup> Winkler Dennis: Schnellkurs Aktien, S. 80-81

<sup>100</sup> Winkler Dennis: Schnellkurs Aktien, S. 86-87

### Fremdkapitalquote (Leverage Ratio)

Die Fremdkapitalquote zeigt den Grad der Fremdfinanzierung im Verhältnis zum gesamten Fondsvermögen bzw. Bilanzsumme auf.

Formel<sup>101</sup>:

$$\text{Fremdkapitalquote} = \frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Gesamtvermögen}} \cdot 100$$

### Net Asset Value (NAV)

Der Net Asset Value (NAV), in Deutsch der Netto-Inventarwert oder Netto-Substanzwert, gibt den Substanz- oder inneren Wert einer Immobilienaktie oder eines Fonds an. Er berechnet sich als Differenz der zu Marktwerten bewerteten Aktiven, abzüglich sämtlicher Passiven.

Die Berechnung kann folgendermassen durchgeführt werden<sup>102</sup>:

Die Empfehlungen der EPRA im Abschnitt 6.3 resultieren in folgendem NAV-Berechnungsschema:

	Buchwerte der Immobilien
+	Wertdifferenz zwischen Markt- und Buchwerten der Immobilien inkl. Immobilien in Erstellung/Entwicklung (IAS 16), selbst genutzten Immobilien (IAS 16), Vorratsimmobilien (IAS 2) und zur Veräußerung gehaltene Anlageimmobilien (IFRS 5)
+	Marktwerte der Beteiligungen
-	Buchwert des Fremdkapitals
+/-	Sonstige Aktiven und Passiven
=	<b>NAV = Net Asset Value</b>
-	Latente Steuern für stille Reserven zwischen Markt- und Buchwerten
=	<b>NNAV = Net Net Asset Value</b>
+	Wertdifferenz zwischen Markt- und Buchwert des Fremdkapitals
=	<b>NNNAV = Net Net Net Asset Value = Triple Net Asset Value</b>

<sup>101</sup> Vgl. Swiss Funds Association SFA, Kennzahlen von Immobilienfonds, Fachinformation, 2, S. 11

<sup>102</sup> Vgl. www.wuestundpartner.com, 3.06.2009



## 7.6 Umfrage

Der folgende Fragebogen konnte elektronisch auf [www.surveygizmo.com](http://www.surveygizmo.com) abgerufen und direkt online beantwortet werden:

Fragebogen CUREM Masterthesis

Die Performance-Messung von Immobilienanlagen in der Schweiz

Sollen Ihre Angaben anonym behandelt werden?

Ja

Nein

Basis Information

=====

Name des Unternehmens

\_\_\_\_\_

Vorname

\_\_\_\_\_

Nachname

\_\_\_\_\_

Funktion/Position

\_\_\_\_\_

Adresse

\_\_\_\_\_

PLZ

\_\_\_\_\_

Ort

\_\_\_\_\_

Email-Adresse

\_\_\_\_\_

Telefon Geschäft

\_\_\_\_\_

Für welches Anlageprodukt sind Sie zuständig?

\_\_\_\_\_

Für welches Immobilienanlageprodukt wird dieser Fragebogen ausgefüllt?

- Immobiliendirektanlagen
- Immobilienfonds
- Immobilienaktiengesellschaft
- Anlagestiftung

Für wie bedeutend erachten Sie persönlich die Performance für Ihren Betrieb?

- sehr wichtig
- wichtig
- nicht wichtig

Was verstehen Sie persönlich unter dem Begriff "Performance"?

- Total Return
- Rendite
- Differenz Rendite eigenes Portfolio zu einem Fremdportfolio
- Benchmark
- Sonstiges

Wer ist verantwortlich für die Datenzusammenstellung der Performance-Zahlen?

- Asset Manager
- Portfolio Manager
- Buchhalter
- Controller
- Externe Instanz
- Andere Person

Wie werden die Performance-Daten aufbereitet?

- Mit eigenem Programm
- Mit Fremdprogramm
- Mit Excel
- Sonstiges

Wie oft werden die Performance-Daten aufbereitet?

- Sind immer aktuell/verfügbar
- Wöchentlich
- Monatlich
- Quartalsweise
- Halbjährlich
- Jährlich
- Sonstiges

Welche Hauptprobleme im Bereich der Aufbereitung der Performance-Attribution gibt es Ihrer Meinung nach?

- Mangelhafte IT
- Fehlendes Know-how
- Hohe Kosten
- Verfügbarkeit und Qualität der zugrunde liegenden Daten
- Zeit- oder Personalmangel
- Andere Probleme

Aufgrund welcher Datenbasis (Grundlage) legen Sie die Zielperformance fest?

- Budget
- Benchmark
- Marktgegebenheiten
- Sonstiges

Wie gewichten Sie die Portfolioperformance (Rendite)?

- Gewichtet nach Wert der Liegenschaften
- Gewichtet nach Anzahl der Liegenschaften
- Andere

Welche Art von Renditemessung benutzen Sie?

- Zeitgewichtete Rendite
- Geldgewichtete Rendite
- Beides
- Weiss nicht

Wie benchmarken Sie sich intern?

- Liegenschaften untereinander
- Portfolio untereinander
- Gar nicht
- Sonstiges

Welche Kennzahlen benutzen Sie, um sich intern zu benchmarken?

- Mietzinsausfallquote
- Betriebskostenquote
- Instandhaltungsquote
- Instandsetzungsquote
- Leerstandsquote
- Immobilienmanagement-Aufwandquote (TERimmo)
- EBIT-Marge
- Bruttorendite
- Nettorendite
- Eigenkapitalrendite
- CFROI (Cash Flow Return on Investment)
- Cash Flow Rendite
- Wertänderungsrendite
- Gesamtperformance (Objektstufe)
- Gesamtperformance (Portfoliostufe)
- Zusätzliche

Wie benchmarken Sie sich extern?

- IPD / Wüest und Partner Schweizer Immobilien Index
- IAZI Swiss Property Benchmark
- SWX IAZI Real Estate Performance Index
- KGAST (Watson Wyatt)
- Rüd Blass Immobilien-Index (ehem. Lipper)
- SWX Immobilienfonds Index
- WUPIX-F Index (Wüest & Partner AG)
- WUPIX-A Index von (Wüest & Partner AG)

- SPI
- SBI
- Sonstiges

Welche Kennzahlen benutzen Sie, um sich extern zu benchmarken?

- Immobilienmanagement-Aufwandquote (TERimmo)
- EBIT-Marge
- Bruttorendite
- Nettorendite
- Eigenkapitalrendite
- CFROI (Cash Flow Return on Investment)
- Cash Flow Rendite
- Wertänderungsrendite
- Gesamtperformance
- Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV)
- Kurs/Buchwert-Verhältnis (KBV)
- Net-Asset-Value (NAV)
- Ausschüttungsquote
- Zusätzliche

Welche Faktoren beachten Sie beim Benchmarking?

- Liegenschaftenarten ( Geschäft, Wohnen usw.)
- Lage der Liegenschaften (Diversifikation des Portfolios)
- Objektqualitäten
- Risiko
- Andere

Welche Risiken berücksichtigen Sie beim Benchmark?

- Leverage (Fremdfinanzierungsquote)
- Standardabweichung (Volatilität)
- Korrelation
- Sharpe-Ratio
- Jensen's Alpha
- Beta-Faktor
- Ich berücksichtige die Risiken nicht
- Andere

Benchmarken Sie sich auch mit Produkten / Unternehmungen / Indizes, etc. aus dem Ausland?

- Ja
- Nein

Falls ja, mit welchen Produkten / Unternehmungen / Indizes benchmarken Sie sich im Ausland?

Wie zufrieden sind Sie mit den zur Verfügung stehenden externen Daten im Zusammenhang mit dem externen Benchmarking?

- sehr zufrieden
- zufrieden
- teilweise zufrieden
- nicht zufrieden

Was zeichnet Ihre Zufriedenheit / Unzufriedenheit aus?

---

---

---

---

---

Denken Sie, dass die Performance-Messung im Wandel der Zeit an Bedeutung zugenommen hat?

- Ja
- Nein

Weshalb?

---

---

---

---

---

Möchten Sie die Performance-Messung oder das Benchmarking in Ihrem Unternehmen verbessern?

- Ja
- Nein

Welche Tätigkeiten sind in diesem Zusammenhang geplant?

---

---

---

---

---

Wo sehen Sie im Bereich der Performance-Messung & Benchmarking (extern) Handlungsbedarf?

---

---

---

---

---

Sollten Sie noch Ergänzungen zu einer der Fragen haben oder möchten Sie einen Kommentar einfügen, können Sie dies gerne hier eintragen:

---

---

---

---

---

Vielen Dank , dass Sie sich die Zeit genommen haben, den Fragebogen auszufüllen.

Falls Sie das Ergebnis meiner Masterthesis interessiert, können Sie mich gerne per Email anschreiben, damit ich Ihnen ein Exemplar zustellen kann. Die offizielle Rückgabe der Arbeit erfolgt im Oktober 2009.

Ich wünsche Ihnen einen schönen Tag.

Freundliche Grüsse

Michael Behrisch

### **Ehrenwörtliche Erklärung**

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis

„Performance-Messung von Immobilienanlageprodukten in der Schweiz“

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

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

Adliswil, 12.08.2009

Michael Behrisch