Universität Zürich[UZH]

Masterthesis

zur Erlangung des

Master of Advanced Studies in Real Estate

Der Wertbeitrag des Objektmanagements in der Wertkette des Immobilienmanagements

Verfasser: Primo Bianchi

Gseckstrasse 27

8708 Männedorf, Schweiz

primo.bianchi@bluewin.ch

+41 44 920 66 25

Eingereicht bei: Dr. Stephan Kloess

Abgabedatum: 12. August 2011

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis ..... **IV**

Abbildungsverzeichnis ..... **VI**

Tabellenverzeichnis ..... **VII**

Executive Summary ..... **VIII**

1 Einleitung **1**

1.1 Problemstellung und Relevanz 1

1.2 Zielsetzung 2

1.3 Inhaltliche Abgrenzung 2

1.4 Vorgehen und Aufbau der Arbeit 4

2 Theoretische Grundlagen **5**

2.1 Ausgangslage 5

2.2 Begriffsdefinitionen 6

2.2.1 Real Estate Investment Management 6

2.2.2 Investment-Ebene 7

2.2.3 Portfolio-Ebene 8

2.2.4 Objekt-Ebene 9

2.3 Real Estate Investment Management im Lebenszyklus von Immobilien 11

3 Leistungskatalog des Objektmanagements **13**

3.1 Planung 13

3.2 Steuerung 14

3.3 Controlling, Reporting und Risikomanagement 15

4 Leistungskatalog und Unternehmenswert **16**

4.1 Shareholder-Value und Wertmanagement 16

4.2 Immobilienspezifisches Wertsteigerungsmodell 18

4.3 Immobilienspezifische Werttreiber und Wertsteigerungsinitiativen 20

4.3.1 Wertsteigerung durch Objekt- und Portfoliostrategien 20

4.3.2 Steigerung der Erträge 23

4.3.3 Senkung der Bewirtschaftungskosten 26

5 Modellaufbau und Wertermittlung 29

5.1 Benchmark- und Musterportfolio 30

5.2 Kennzahlen und Kennzahlenvergleich 32

5.3 Bewertung und Sensitivitätsanalysen 37

5.4 Zusammenhang Resultate und Aufwand 42

6 Schlussbetrachtung 46

6.1 Fazit 46

6.2 Diskussion 47

6.3 Ausblick 47

Anhang 48

Literaturverzeichnis 56

Abkürzungsverzeichnis

AM	Asset Management
BVI	Bundesverband für Investment und Asset Management e. V.
CREM	Corporate Real Estate Management
DCF	Discounted Cash-Flow
DEGI	Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH
DIN	Deutsches Institut für Normung e. V.
et al.	et alii / und andere
e. V.	eingetragener Verein
FM	Facility Management
gif	Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e. V.
GM	Gebäudemanagement
IAS	International Accounting Standard
i. d. R.	in der Regel
i. e. S.	im engeren Sinn
i. w. S.	im weiteren Sinn
IFRS	International Financial Reporting Standards
IH	Instandhaltung
IM	Immobilienmanagement oder Infrastrukturmanagement
IPD	Investment Property Databank Limited
IS	Instandsetzung
IVSC	International Valuation Standard Committee
OR	Obligationenrecht
o. S.	ohne Seitenangabe
PREM	Public Real Estate Management
PrM	Property Management
REAM	Real Estate Asset Management
REIB	Real Estate Investment Banking
REIM	Real Estate Investment Management
rel.	relativ
REM	Real Estate Management
REPM	Real Estate Portfolio Management
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
ROI	Return on Investment
SIA	Schweizerischer Ingenieur- und Architektenverein

SVA	Shareholder Value
SVS	Swiss Valuation Standards
Tab.	Tabelle
TEGoVA	The European Group of Valuer's Associations
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WP	Wirtschaftsprüfer
zit.	zitiert
zugl.	zugleich

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Property Companies versus Non-Property-Companies 3
Abb. 2: Verknüpfung des Immobilienmanagements mit dem Portfolio Management über verschiedene Assetklassen 5
Abb. 3: Unterschiedliche Management-Ebenen Deutschland-USA 6
Abb. 4: Aufbau des Real Estate Management 7
Abb. 5: Funktionen des Real Estate Investment Management 11
Abb. 6: Real Estate Investment Management im Lebenszyklus von Immobilien 12
Abb. 7: Shareholder-Value-Netzwerk von Rappaport 18
Abb. 8: Immobilienspezifisches Wertsteigerungsmodell 19
Abb. 9: Normstrategieempfehlungen in der Neun-Felder-Matrix 21
Abb. 10: Methodisches Vorgehen zur Darstellung des Grades der Beeinflussung des Marktwertes durch ein aktives Objektmanagement 29
Abb. 11: Standortverteilung des Musterportfolios nach Marktwert 31
Abb. 12: Korrelation relativer Verwaltungsaufwand - Mietzins-Quantilwerte 42
Abb. 13: Korrelation relativer Verwaltungsaufwand - Leerstandsquote 43
Abb. 14: Korrelation relativer Verwaltungsaufwand - korrigierte Betriebskostenquote 44

Tabellenverzeichnis

Tab. 1: Übergeordnete Kennzahlen des Gesamtportfolios 30
Tab. 2: Übergeordnete Kennzahlen des Teilportfolios 31
Tab. 3: Übergeordnete Kennzahlen des standortgewichteten Teilportfolios 32
Tab. 4: Übergeordnete Kennzahlen des Musterportfolios 32
Tab. 5: Vergleich Brutto- und Nettorendite 33
Tab. 6: Vergleich Mietzinsausfallquote 34
Tab. 7: Vergleich Ertragspotential 34
Tab. 8: Vergleich Betriebskostenquote 34
Tab. 9: Vergleich Instandhaltungsquote 35
Tab. 10: Vergleich Instandsetzungsquote 36
Tab. 11: Vergleich Verwaltungskostenquote 36
Tab. 12: Bewertung Musterportfolio per 31.12.2010 38
Tab. 13: Sensitivitätsanalyse Mietzins (SOLL) 39
Tab. 14: Sensitivitätsanalyse Mietzinsausfallquote 39
Tab. 15: Sensitivitätsanalyse Betriebskostenquote 40
Tab. 16: Sensitivitätsanalyse Instandhaltungsquote 40
Tab. 17: Sensitivitätsanalyse Instandsetzungsquote 41
Tab. 18: Sensitivitätsanalyse Verwaltungskostenquote 41
Tab. 19: Bewertung Musterportfolio per 31.12.2010 (ausführliche Darstellung) 49
Tab. 20: Bewertung Musterportfolio per 31.12.2010, korrigiert mit Benchmark Mietzinsausfallquote 50
Tab. 21: Bewertung Musterportfolio per 31.12.2010, korrigiert mit Benchmark Betriebskostenquote 51
Tab. 22: Bewertung Musterportfolio per 31.12.2010, korrigiert mit Benchmark Instandhaltungsquote 52
Tab. 23: Bewertung Musterportfolio per 31.12.2010, korrigiert mit Benchmark Instandsetzungsquote 53
Tab. 24: Bewertung Musterportfolio per 31.12.2010, korrigiert mit Benchmark Verwaltungskostenquote 54
Tab. 25: Bewertung Musterportfolio per 31.12.2010, gleichzeitig korrigiert mit Benchmark Betriebskosten- und Instandsetzungsquote 55

Executive Summary

In der Asset-Klasse Immobilien sind enorme Geldmittel institutioneller Investoren angelegt. Hauptziel dieser Investoren ist die Erzielung einer risikoadjustierten Rendite auf das eingesetzte Kapital. Galt früher das Augenmerk des Immobilienmanagements vor allem dem Ankauf von Objekten, rückt heute die Optimierung, Werterhaltung und Wertsteigerung der Objekte im Bestand in den Fokus des Interesses. Für diese Phase der Nutzung und des Betriebs zeichnet das strategische und operative Objektmanagement verantwortlich. Ihm obliegt das performanceorientierte Wertschöpfungsmanagement. Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, den *Wertbeitrag des Objektmanagements in der Wertkette des Immobilienmanagements* zu untersuchen und darzustellen. Zu diesem Zweck wird zunächst die Dienstleistung Objektmanagement von anderen Immobilienmanagementdienstleistungen abgegrenzt und mit dem immobilienspezifischen Lebenszyklusansatz verknüpft, der die gesamte Wertschöpfungskette der Immobilienwirtschaft verkörpert. Anschliessend werden ein Leistungskatalog für das Objektmanagement aufgestellt und im Sinne des Shareholder-Value-Konzeptes immobilienspezifische Wertsteigerungshebel hergeleitet. Die im Einfluss- und Verantwortungsbereich des Objektmanagements liegenden Wertsteigerungshebel werden alsdann mit dem Leistungskatalog des Objektmanagements verknüpft. Somit wird qualitativ aufgezeigt, wie das Objektmanagement Einfluss auf die Cash-Flows und somit auf den Immobilienwert nehmen kann. Nachfolgend wird ein synthetisches Benchmarkportfolio aufgebaut, davon Kennzahlen abgeleiteten und denjenigen eines Musterportfolios (reales Geschäftshausportfolio) gegenübergestellt. In der Folge wird dieses Portfolio in einem DCF-Zweiperioden-Modell bewertet. Sensitivitätsanalysen und der Vergleich mit dem Benchmark zeigen auf, welchen Einfluss einzelne Parameter auf den Barwert beziehungsweise den Marktwert des Portfolios haben. Im Rahmen dieser Arbeit wird damit anhand eines konkreten Beispiels dargestellt, dass der Marktwert des Musterportfolios durch aktives Objektmanagement über zehn Prozent gesteigert werden kann. Ferner wird der Zusammenhang zwischen den erreichbaren Resultaten und dem Betreuungsaufwand des Objektmanagements analysiert, kann aber im Rahmen der erfolgten Untersuchung nicht belegt werden. Abschliessend wird erläutert, dass aufgrund der Prinzipal-Agenten-Theorie eine vertragliche Incentivierung des Objektmanagements notwendig ist, soll dieses seine Aufgaben im Sinne des institutionellen Investors (alignment of interests) bestmöglich erfüllen.

1 Einleitung

1.1 Problemstellung und Relevanz

Die Immobilienmärkte Deutschlands und der Schweiz sind in den vergangenen Jahren in den Blickwinkel ausländischer Investoren geraten. "Viele dieser ausländischen Investoren sehen Immobilien [...] als eigene Asset-Klasse, die je nach Marktsituation aufgenommen oder wieder verkauft wird. Ein entscheidender Bestandteil für den Erfolg dieser Investitionen ist das aktive Management des Portfolios."[1] Immobilienanlagen binden enorme Mengen an Kapital.[2] War früher das Immobilienmanagement vor allem auf den Objektankauf ausgerichtet, liegt heute die Optimierung, Werterhaltung und Wertsteigerung der Anlageobjekte im Fokus. Die Qualität des institutionellen Investors wird nicht mehr nur an der Selektion und dem Ankauf einer Immobilie beurteilt, sondern vor allem anhand der Performance, die sein Portfolio erzielt. Mit den spezifischen Managementaufgaben im Immobilienbereich werden deshalb in Ermangelung an eigenem, qualifizierten Personal oft externe Dienstleister mandatiert.[3] Im Zuge dieser Entwicklungen und der damit einhergehenden Professionalisierung und Spezialisierung der Immobilienbranche haben sich, in Anlehnung an die Finanzbranche, für das Management von Immobilien verschiedene Ausdrücke aus dem angelsächsischen Sprachraum wie Portfolio Management, Asset Management, Property Management und Facility Management im deutschen Sprachgebrauch eingebürgert. „Diese Begriffe werden von den Marktteilnehmern unterschiedlich verwendet und mit Inhalten besetzt. Das Leistungsangebot variiert von Anbieter zu Anbieter.“[4] Es existieren keine einheitlichen und allgemeingültigen Begriffs- und Leistungsdefinitionen von Fach- bzw. Managementdisziplinen der Immobilienökonomie.[5] „Die Folge sind sich häufig widerholende und abgleichende Gespräche zwischen einzelnen Marktteilnehmern, um ein gemeinsames Verständnis zu erzielen. Dies kostet Zeit als auch Geld.“[6] Ferner erschwert es die Beurteilung der effektiven Leistung einzelner Funktionen des Immobilienmanagements. Rückt die Optimierung, Werterhaltung und -steigerung des Objektes im Bestand in den Vordergrund, rich-

---

1 Wagner 2005, S. 57

2 Wüest & Partner AG schätzt allein den Marktwert des Immobilienbestandes der Schweiz (Wohn- und Geschäftsimmobilien exkl. Einfamilienhäuser) per Ende 4. Quartal 2010 auf CHF 1'583 Mia., vgl. Wüest & Partner AG 2011, S. 164

3 Vgl. Rodewald 2009, S. 5

4 Ziola 2010, S. 4

5 Vgl. Teichmann 2007, S. 6

6 Teichmann 2007, S. 6

tet sich der Mittelpunkt des Interesses auf das Bestandes- bzw. Objektmanagement.[7] Da sich die Tätigkeiten des strategischen und operativen Objektmanagements auf die Performance bzw. auf den Wert von Immobilien auswirken, ist die Relevanz des Themas insbesondere vor dem Hintergrund des enormen gebundenen Kapitals in Milliardenhöhe gegeben.

1.2 Zielsetzung

Der Fokus der vorliegenden Arbeit liegt auf der Dienstleistung *Objektmanagement* als Teil des Immobilienmanagements bei institutionellen Immobilieninvestoren, welche Immobilien als Kapitalanlage nutzen (Real Estate Investment Management, REIM). Die Kernfrage lautet deshalb: Welchen Wertbeitrag leistet das Objektmanagement in der Wertschöpfungskette bei diesen Immobilieninvestitionen? Im Vordergrund steht die Frage nach der Dienstleistung an sich und welchen Beitrag sie, in Abgrenzung zu anderen Immobilienmanagementdienstleistungen, zur Optimierung der Performance von Immobilieninvestitionen durch die Beeinflussung von Cash-Flows leisten kann. Die Arbeit soll einen aktuellen Diskussionsbeitrag bezüglich der Wahrnehmung und Positionierung der Dienstleistung Objektmanagement für institutionelle Immobilieninvestoren leisten.

1.3 Inhaltliche Abgrenzung

Untersuchungsgegenstand ist einzig die Dienstleistung Objektmanagement bei Property-Companies, d.h. bei den *Institutionals*, den institutionellen Investoren. Diese sind definiert als „juristische Personen [...], die im Sinne von Kapitalanlagesammelstellen für Dritte Gelder professionell anlegen und verwalten, wobei die Kapitalanlagetätigkeit Haupt- oder Nebenzweck der unternehmerischen Tätigkeit sein kann.“[8] Gemäss Schulte/Holzmann gehören Kapitalanlagegesellschaften, Fondsinitiatoren, Immobilienaktiengesellschaften, Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen, Immobilienleasingge-

---

[7] Als Objektmanagement wird im Rahmen dieser Arbeit das strategische und operative Objektmanagement verstanden und entspricht nicht dem in der Praxis oft als Synonym gebrauchten Gebäudemanagement (GM) nach DIN 32736, welches aus technischen, kaufmännischem, infrastrukturellem GM und Flächenmanagement besteht.

[8] Walbröhl 2001, S. 9

sellschaften und ausländische Investoren und Opportunity Funds dazu.[9] Die Arbeit grenzt sich somit von Non-Property-Companies ab. Deren Kerngeschäft liegt nicht im Immobiliengeschäft, immobilienbezogene Dienstleistungen sind somit nicht Primär-, sondern Sekundärleistungen. Zur zweiten Kategorie gehören insbesondere die *Corporates* (Corporate Real Estate Management, CREM) wie auch die *Publics* (Public Real Estate Management, PREM). Der Hauptunterschied zwischen den beiden Kategorien liegt in der Art des Managements. „Während den Institutionals die Immobilien als Kapitalanlage dienen und das Management unter *Ertrags- und Investitionsaspekten* (Hervorhebung des Verfassers) erfolgt, steht bei den Corporates und Publics der Produktionsfaktor und zunehmend auch die Betrachtung der Immobilien als strategische Ressource im Vordergrund. Das Management der Immobilie erfolgt unter Betriebsaspekten."[10] Abbildung 1 zeigt die Aufteilung der Immobilieninvestoren in Property und Non-Property-Companies.

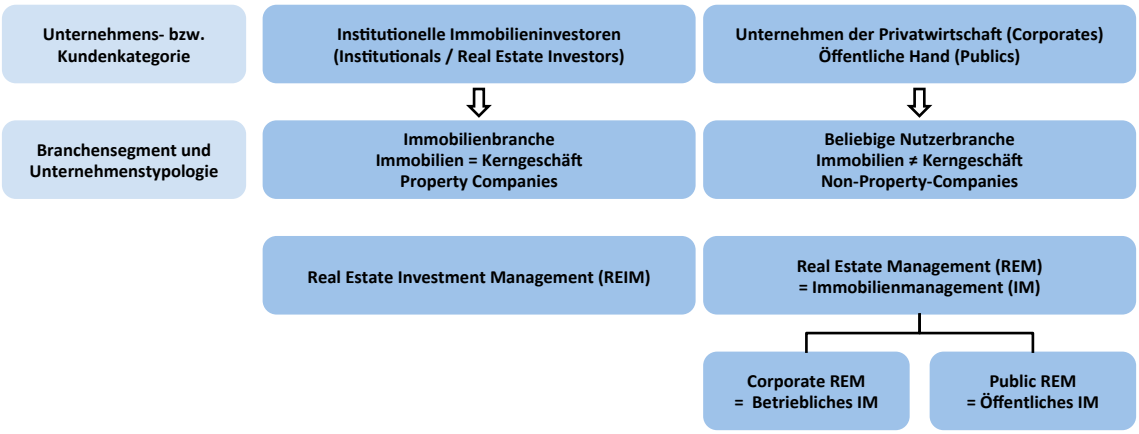

Abb. 1: Property Companies versus Non-Property-Companies, vgl. Teichmann 2007, S. 9

Die Arbeit will keinen Beitrag in der Entwicklung und Auslegung der Inhalte der einzelnen Immobilienmanagementdisziplinen leisten, sondern darauf aufbauen, insbesondere auf wie sie in der Richtlinie der Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung Gif e.V. (gif) beschrieben sind. Ferner stehen in dieser Arbeit keine Überlegungen hinsichtlich der Ausgliederung von Management(teil-)leistungen im Vordergrund. Es werden keine Argumente für oder gegen Outsourcing entwickelt.[11]

---

[9] Vgl. Schulte/Holzmann 2008, S. 174-182

[10] Teichmann 2007, S. 9

[11] Für Outsourcing-Kriterien im Bezug auf Immobilienmanagementleistungen sei auf folgende Literatur verwiesen: Kloess 1999, S. 99-101

1.4 Vorgehen und Aufbau der Arbeit

Zur Zielerreichung wird die vorliegende Arbeit folgendermassen gegliedert: Zu Beginn wird in Kapitel 1 die Problemstellung und Relevanz für die Praxis aufgezeigt (Fokussierung auf Optimierung, Werterhaltung und -steigerung von Immobilien im Bestand aufgrund der enormen Mengen an langfristig gebundenem Kapital) und daraus die Zielsetzung und Abgrenzung abgeleitet: Welchen Wertanteil steuert die Dienstleistung Objektmanagement bei? In Kapitel 2 erfolgt die theoretische Auseinandersetzung mit dem Immobilieninvestmentmanagement. Dabei wird das Objektmanagement von anderen Immobilienmanagementdisziplinen abgegrenzt und im Lebenszyklus von Immobilieninvestitionen positioniert. Anschliessend wird in Kapitel 3 ein detaillierter, generischer Leistungskatalog für das Objektmanagement aufgestellt. Kapitel 4 verknüpft, in Anlehnung an das Shareholder-Value-Konzept von Rappaport, den Leistungskatalog des Objektmanagements mit immobilienspezifischen Wertsteigerungshebeln und zeigt qualitativ auf, wo und wie, im Sinne von Stellschrauben im Tagesgeschäft, ein Beitrag zur Wertschöpfung geleistet wird. Damit wird die Voraussetzung geschaffen, um diesen Wertbeitrag quantitativ nachzuweisen. Dies erfolgt im Kapitel 5. Dabei wird zunächst ein Benchmarkportfolio aufgebaut, davon Kennzahlen abgeleitet und den entsprechenden Kennzahlen eines realen Geschäftshaus-Portfolios (Musterportfolio) gegenübergestellt. Das Musterportfolio wird anschliessend anhand eines DCF-Zweiperioden-Modells bewertet und bildet die Grundlage für Sensitivitätsanalysen der Kennzahlen und für den Vergleich mit dem Benchmark. Damit werden die Wertsteigerungshebel im Detail untersucht und deren quantitative Auswirkungen aufgezeigt. Die Auswertung der Resultate aus diesen quantitativen Analysen sowie das Ziehen der entsprechenden Schlussfolgerungen bilden im Kapitel 6 den Abschluss der Arbeit.

2 Theoretische Grundlagen

2.1 Ausgangslage

Ausgangspunkt für die Darstellung der theoretischen Grundlagen ist die Arbeit der Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. (gif), welche im Jahr 2004 ihre Definition des Real Estate Investment Management (REIM) veröffentlicht hat. Bemerkenswert ist, dass die gif bei der Definition bewusst auf die Verwendung des Begriffes Asset Management verzichtet hat. „Dieser Begriff wird [..] im angelsächsischen Raum für Dienstleistungen auf der Objektebene verwendet, es finden sich jedoch auch [..] Beispiele für eine übergeordnete Auslegung dieses Begriffes.“[12] Der Bundesverband für Investment und Asset Management e. V. (BVI) definiert Asset Management als „[...] die Steuerung eines Anlageportfolios (zum Beispiel aus Aktien, verzinslichen Wertpapieren und/oder Immobilien) nach Risiko- und Ertragsgesichtspunkten. Zu dieser Dienstleistung gehören die Vorbereitung und Umsetzung von Anlageentscheidungen hinsichtlich des Geldvermögens Dritter.“[13]

In der Verknüpfung des Immobilien Managements mit dem Portfolio Management über verschiedene Anlageklassen kann Real Estate Asset Management (REAM) in Anlehnung an die gif-Richtlinie auch als Managementprozess im Sinne des Organisierens des Zusammenspiels der anerkannten Disziplinen Real Estate Portfolio Management, Property und Facility Management verstanden werden, wie in Abbildung 2 dargestellt.[14]

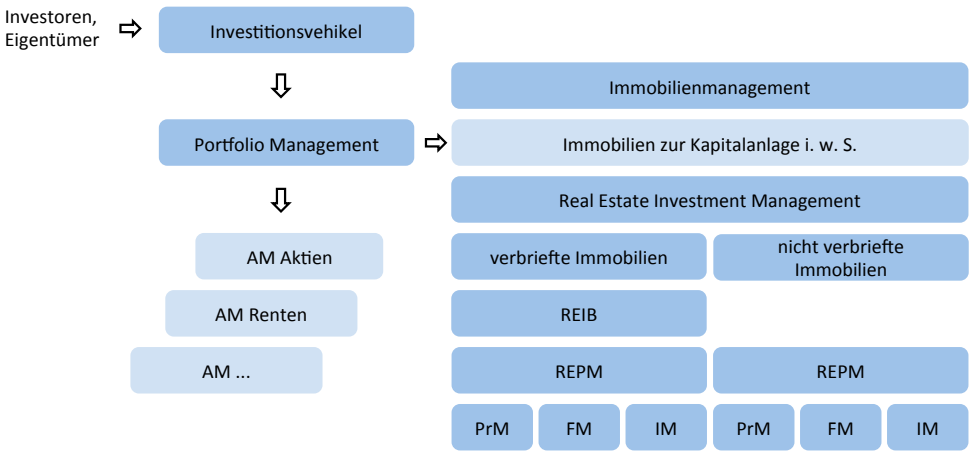

Abb. 2: Verknüpfung des Immobilienmanagements mit dem Portfolio Management über verschiedene Assetklassen, vgl. Göötz 2010, S. 766

---

12 gif 2004, S. 5

13 BVI Lexikon 2011, o. S., online verfügbar unter: http://www.bvi.de/de/sonderseiten/faqs/index.html [abgerufen am 04.05.2011]

14 Vgl. Göötz 2010, S. 766

Während in Deutschland gemäss der gif-Richtlinie nur eine Unterteilung in Investment, Portfolio und Objekt Management erfolgt, wird international zwischen Portfolio, Asset und Property Management unterschieden.[15] Abbildung 3 stellt die unterschiedlichen Management-Ebenen, ergänzt um die Perspektive eines institutionellen Investors dar.

Abb. 3: Unterschiedliche Management-Ebenen Deutschland-USA, vgl. Pfleidener/Schanz 2007, S. 3

Die Abbildung veranschaulicht, dass insbesondere Asset Management nach internationalem Verständnis Aufgaben abdeckt, die nach der gif-Richtlinie sowohl den Bereich des Investment Managements, wie auch des Objekt Managements tangiert. Es bestehen inhaltliche Überschneidungen der Tätigkeiten. Welche Leistungen letztlich hinter den Begriffen Investment, Portfolio, Asset, Property und Facility Management stehen, ist unklar und muss deshalb vorgängig definiert werden.

2.2 Begriffsdefinitionen

2.2.1 Real Estate Investment Management

Die gif-Richtlinie definiert Real Estate Investment Management (REIM) als „[...] die umfassende, an den Vorgaben des Investors ausgerichtete Eigentümervertretung für ein Immobilienvermögen unter Kapitalanlagegesichtspunkten. Dies kann neben Direktinvestitionen auch indirekte Investitionen sowie ergänzend zu fremdgenutzten Immobilien eigengenutzte oder nicht primär der Ertragssicherung dienende Immobilien umfassen.“[16]

[15] Vgl. Pfleiderer/Schanz 2007, S. 2-3
[16] gif 2004, S. 3

Die vorliegende Definition kann somit auch das Corporate Real Estate Management (CREM) wie auch das Public Real Estate Management (PREM) umfassen bzw. Real Estate Investment Management kann Teil des CREM oder PREM sein. Die Abgrenzung dieser Managementdisziplinen ist in deren primären Zielsetzungen zu suchen. Bei Property Companies liegt der Fokus auf der Immobilie als Kapitalanlage, die Optimierung der Performance steht im Vordergrund (anlageorientiertes Immobilienmanagement oder auch Return-oriented Real Estate Management[17]). Bei Non-Property Companies beeinflussen anstelle oder neben Risiko-/Ertragsaspekten insbesondere auch betriebliche und Nutzeraspekte die Entscheidungsprozesse (nutzungsorientiertes Immobilienmanagement oder auch Use-oriented Real Estate Management[18]). Nach der gif-Definition gestaltet sich das Real Estate Investment Management, wie in Abbildung 4 dargestellt, als mehrstufiges Modell und kann in folgende Teilbereiche gegliedert werden: Investment-Ebene, Portfolio-Ebene und Objekt-Ebene.[19]

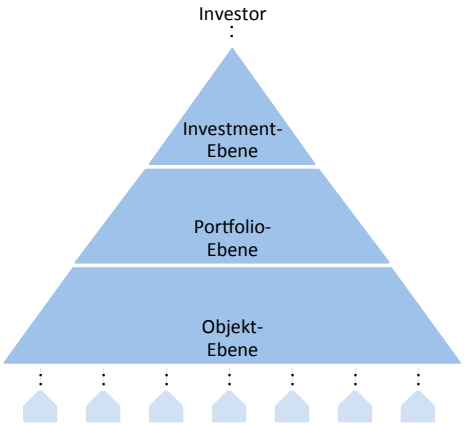

Abb. 4: Aufbau des Real Estate Management, vgl. gif 2004, S. 3

2.2.2 Investment-Ebene

„Auf der Investment-/Unternehmensebene werden die übergeordneten Ziele, Werte und Normen [...] festgelegt, die als „Richtlinie“ normativen Charakter haben.“[20] Dabei werden die Ziele und Möglichkeiten des jeweiligen Investors explizit berücksichtigt und über die reine Immobilieninvestition hinaus durchgeführt (z.B. Financial Engineering),

[17] Vgl. Kämpf-Dern 2009, S. 4
[18] Vgl. Kämpf-Dern 2009, S. 5
[19] Vgl. gif 2004, S. 3
[20] Kämpf-Dern 2009, S. 6

in der Regel richtet sich der Blickwinkel auf dieser Ebene auf eine Nachsteuer-Performance-Betrachtung.[21] „Zu den typischen Kategorien von Anlagezielen eines Investors zählen [..] Vermögensziele, Liquiditätsziele, Rentabilitätsziele, Sicherheitsziele [...]. In der Investmentstrategie werden Zielbeiträge, Budgets und Benchmarks für rendite-risiko-optimale Einzelportfolios festgelegt.“[22] Die Leistungen auf der Investment-Ebene umfassen:[23]

- Formulierung der Investment-Strategie
- Financial Engineering (Finanzen, Recht, Steuern)
- Auswahl, Steuerung und Kontrolle des Portfolio-Managements
- Risikomanagement auf der Investment-Ebene
- Reporting an den Investor
- Research auf Investment-Ebene

2.2.3 Portfolio-Ebene

„Auf der Portfolio-Ebene werden [...] Portfoliostrategien entwickelt, indem aus den Investment-Vorgaben ein in sich schlüssiges Gesamtpaket von Massnahmen abgeleitet wird. [...] Ziel sind der Aufbau neuer sowie der Erhalt bestehender Erfolgspotentiale durch eine geeignete Portfoliostruktur an Immobilien [...].“[24] Real Estate Portfolio Management (REPM) kann deshalb folgendermassen definiert werden: „Immobilien-Portfolio-Management ist ein komplexer, kontinuierlicher und systematischer Prozess der Analyse, Planung, Steuerung und Kontrolle von Immobilienbeständen, der die Transparenz für den Immobilieneigentümer bzw. -investor erhöhen soll, um eine Balance zwischen Erträgen und den damit verbundenen Risiken von Immobilienanlage- und Managemententscheidungen für das ganze Immobilien-Portfolio herzustellen.“[25]

---

[21] Vgl. gif, 2004, S. 3
[22] Bone-Winkel et al. 2008, S. 783
[23] gif 2004, S. 3
[24] Kämpf-Dern 2009, S. 7-8
[25] Wellner 2003, S. 35

Das Portfolio-Management umfasst die Umsetzung der auf der Investmentebene getroffenen Investment-Strategie durch:[26]

- Formulierung der Portfolio-Strategie
- Auswahl, Steuerung und Kontrolle der Dienstleister der Objekt-Ebene
- Risikomanagement auf der Portfolio-Ebene
- Reporting an die Investment-Ebene
- Research auf Portfolio-Ebene

2.2.4 Objekt-Ebene

"Real Estate Investment Management auf der Objekt-Ebene umfasst alle auf ein einzelnes Objekt ausgerichtete Immobiliendienstleistungen."[27] Darunter fallen phasenspezifische Managementleistungen wie auch ganzheitliche Managementkonzepte, die sowohl inhaltlich umfassender als auch überwiegend phasenübergreifend wirken. Die objektbezogenen Dienstleistungen des Real Estate Investment Managements sind:[28]

- Transaktionen (An- und Verkauf von Objekten)
- Projektentwicklung
- Objekt-Management (kaufmännisch / technisch / infrastrukturell)
- Reporting an die Portfolio-Ebene
- Research für die Objekt-Ebene

Kämpf-Dern unterteilt die Objekt-Ebene weiter in eine strategische und eine operative Objekt-Ebene.[29] Der strategischen Objekt-Ebene wird das Real Estate Asset Management (REAM) zugeordnet. Dieses wird hierbei verstanden als „das strategische Objektmanagement eines Immobilienbestandes im Interesse des Investors [...] während der Bewirtschaftungsphase und an den Schnittstellen zur Konzeptions-/Beschaffungs- sowie Verwertungsphase. Ziel ist das Erreichen oder Übertreffen der [...] vorgegebenen Zie-

---

[26] gif 2004, S. 4
[27] gif 2004, S. 4
[28] gif 2004, S. 4
[29] Kämpf-Dern/Pfnür 2009, S. 24

le/Beiträge [...], sowie die Identifikation von diesbezüglichen Wert- und Nutzungssteigerungspotentialen.“[30]

Zur operativen Objekt-Ebene gehört das Property und Facility Management. "Unter Property Management (PrM, Anmerkung des Verfassers) versteht man einen ganzheitlichen Ansatz der aktiven, ergebnisorientierten, *strategischen* (Hervorhebung des Verfassers) und operativen Bewirtschaftung [...] von einzelnen Immobilien und Immobilienportfolios unter Einhaltung der Zielvorgaben des Investors [...]."[31] Der Begriff Facility Management (FM) wird unterschiedlich besetzt, was sich bereits in der Schreibweise wiederspiegelt.[32] Klassischerweise wird das Facility Management in die Teilbereiche kaufmännisches, technisches und infrastrukturelles Gebäudemanagement gegliedert. Dieses Verständnis ist im Wandel. „Unter Facilities Management versteht man zunehmend das Management von Sekundärprozessen und -ressourcen mit dem Ziel der optimalen Unterstützung und Verbesserung der Geschäfts- bzw. Primärprozesse (Kerngeschäft) eines Unternehmens im Sinne einer Wertschöpfungspartnerschaft. Hierbei umfasst das Facilities Management sämtliche [...] vereinbarten immobilienbezogenen und zunehmend auch betrieblichen Managementleistungen [...] auf „normativer“, strategischer und operativer Ebene sowie auch die Umsetzung der operativen Leistungen [...].“[33] In diesem Sinne ist Facilities Management eine sehr umfassende Führungskonzeption; sie geht dabei weit über die Facility Immobilie hinaus und deckt dabei sämtliche Managementebenen ab.[34] Im Rahmen dieser Arbeit wird Facility Management verstanden als das „[...] lebenszyklusbezogene, *nutzungsorientierte, operative* Management immobilienbezogener Prozesse im Interesse des *Nutzers* bzw. zur zielgemässen Sicherstellung der Nutzung. Ziel ist die effiziente Umsetzung der vorgegebenen Objektstrategie mit Schwerpunkt auf die den *Qualitäts-, Termin- und Kostenanforderungen der Nutzer* entsprechende Bereitstellung immobilienbezogener Leistungen.“[35]

---

[30] Kämpf-Dern 2009, S. 9

[31] Teichmann 2007, S. 19

[32] In den USA, Deutschland und der Schweiz dominiert die Schreibweise Facility Management, in Grossbritannien und Kanada die Schreibweise Facilities Management. Der Plural verdeutlicht dabei, dass sich diese Managementdisziplin nicht nur auf eine Facility bezieht, sondern auf die ganze Infrastruktur eines Unternehmens bzw. um alles, was rund um den Arbeitsplatz erforderlich ist.

[33] Teichmann 2007, S. 22

[34] Vgl. Kämpf-Dern 2009, S. 13

[35] Kämpf-Dern 2009, S. 14

Zusammenfassend wird im Rahmen dieser Arbeit Objektmanagement als die Managementleistungen für Einzelobjekte sowohl auf der strategischen wie auch auf der operativen Objekt-Ebene definiert, welche Leistungen aus den Managementbereichen Asset, Property, wie auch Facility Management beinhaltet. Ausgenommen davon sind die Managementleistungen Projektentwicklung und Transaktionen. Dabei fungiert Asset Management bzw. Real Estate Asset Management als "Bindeglied" zwischen der Portfolio- und der Objekt-Ebene. Abbildung 5 verdeutlicht die unterschiedlichen Funktionen auf den einzelnen Ebenen des Real Estate Investment Managements. Die Funktionen des Objektmanagements sind orange dargestellt.

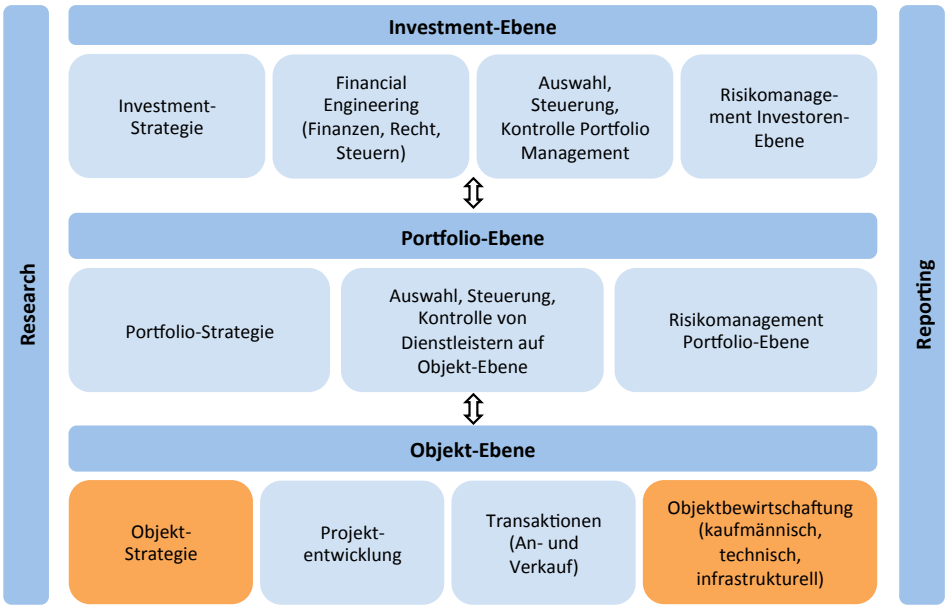

Abb. 5: Funktionen des Real Estate Investment Management, vgl. gif 2004, S. 4

2.3 Real Estate Investment Management im Lebenszyklus von Immobilien

Im vorangegangenen Teil der Arbeit wurden die verschiedenen Managementebenen und -funktionen des Real Estate Investment Managements aufgezeigt und untereinander abgegrenzt. In der Folge sollen diese Ebenen und Funktionen mit dem immobilienspezifischen Lebenszyklusansatz, der die gesamte Wertschöpfungskette der Immobilienwirtschaft verkörpert, verknüpft werden. Abbildung 6 zeigt, dass sowohl das Investment wie auch das Portfolio Management ganzheitliche Managementkonzepte sind, welche alle Lebenszyklusphasen abdecken – von der Konzeption einer Immobilie bis hin zur Verwertung. Die Managementfunktionen (Projektentwicklung, Transaktionen, Objektstrategie/-bewirtschaftung) auf der Objektebene sind phasenspezifisch. Die Funktionen des

Objektmanagements sind orange dargestellt. Die gestrichelt eingetragenen Funktionen sind nicht Bestandteil des Immobilienmanagements. Diese Real Estate Services gehören zu den Leistungserbringern der Immobilienwirtschaft.[36]

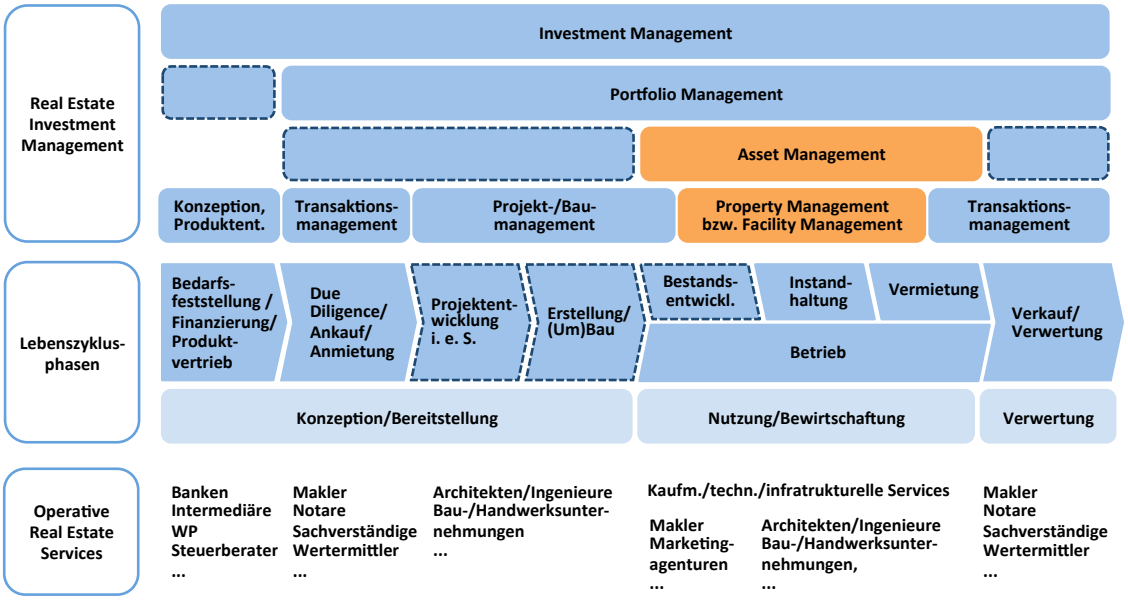

Abb. 6: Real Estate Investment Management im Lebenszyklus von Immobilien, vgl. Kämpf-Dern/Pfnür 2009, S. 26

Real Estate kann als *space and money over time* verstanden werden.[37] Hauptziel jedes institutionellen Investors ist die Erzielung einer risikoadjustierten Rendite auf das eingesetzte Kapital. In diesem Sinne ist die Phase der Konzeption und Bereitstellung diejenige Phase, in der das Kapital investiert wird. In der Phase der Nutzung und Bewirtschaftung sowie in der Verwertung wird die Rendite erzielt. Übergeordnetes Ziel des Objektmanagements in der Phase der Nutzung und Bewirtschaftung ist die Maximierung der Objektrendite unter Berücksichtigung der strategischen Vorgaben des Investors.

[36] Vgl. Kämpf-Dern/Pfnür 2009, S. 24-25

[37] Vgl. Graaskamp 1972, S. 513-521, Pyhrr et al. 1984, S. 4

3 Leistungskatalog des Objektmanagements

In Kapitel 2 wurde die Dienstleistung Objektmanagement definiert und die Eingliederung in das Real Estate Investment Management wie auch im Lebenszyklus von Immobilien aufgezeigt. Im Folgenden wird ein detaillierter Leistungskatalog dieser Dienstleistung aufgestellt. Zunächst ist festzuhalten, dass dieser Leistungskatalog *sektorenabhängig* sehr unterschiedliche Ausprägungen annehmen kann. Ist zum Beispiel die Festlegung der Vermietungsstrategie und des richtigen Mietermix im Sektor Wohnen von sehr untergeordneter Bedeutung, so stellt die gleiche Aufgabe im Sektor Retail/Shopping-Center eines der wichtigsten Elemente für den langfristigen Erfolg einer Immobilie dar. Ferner sind dieselben Aufgaben auch *zyklusabhängig*. So hat zum Beispiel hinsichtlich Vermietungsmanagements die Mieterselektion in einem Vermietermarkt eine grosse Bedeutung. In einem Mietermarkt liegt der Fokus hingegen eher auf der Mieterbindung. Der nachfolgende Leistungskatalog ist weder sektoren- noch zyklusspezifisch, sondern generisch zu lesen. Dabei wird in Anlehnung an Kämpf/Dern eine Gliederung in die Managementaufgaben Planung[38], Steuerung[39] sowie Kontrolle, Reporting und Risikomanagement vorgenommen.[40] Die Aufgaben und Leistungen im Allgemeinen sind folgend umschrieben.[41]

3.1 Planung

Grundlage der Planung ist die *Bestandsaufnahme, Analyse und Überwachung* der betreuten Immobilienobjekte bzw. des Portfolios im Hinblick auf die Erreichung der durch das Portfolio Management vorgegebenen Objektziele. Dazu gehören u.a. die Erfassung der Objektqualität, der Nutzungsmöglichkeiten sowie des Rendite- und Leistungsbeitrags genauso wie objektrelevanter Daten. Es sind dies Kennzahlen wie die Mietzinsausfallquote, die Mieterfluktuation, das Ertragspotential, die Betriebskosten-, Instandhaltungs- und Instandsetzungsquote. Ziel dieser Aktivitäten ist die *Identifikation vorhandener Entwicklungspotentiale und von Wertvernichtern*. Der Bereich *Research* ist ebenfalls Teil der Planung. Dazu gehören die generelle Marktbeobachtung und der Erfassung

---

38 Die Planung wird hier verstanden als die Definition der Zielvorgabe und die Strategieentwicklung.

39 Gemeint ist die Organisation und Durch- bzw. Umsetzung der Strategie.

40 Vgl. Kämpf-Dern/Pfnür 2009, S. 25

41 Zur Vertiefung der Kapitel 3.1 bis 3.3 sei folgende Literatur angegeben: gif 2004, S. 23, Wagner 2005, S.58, Teichmann 2007, S. 17-24, Pfleiderer/Schanz 2007, S. 4, Rodewald 2009, S. 19-37, Dokumentation SIA D 0213, S. 13

von Trends wie auch das Durchführen von Markt- und Standortanalysen. Diese Aktivitäten sind zwingende Voraussetzung für die *Entwicklung der Objektstrategie* unter Berücksichtigung der Zielvorgaben (Normstrategie) aus dem Portfolio Management. Sie zielen auf die Verbesserung der Marktattraktivität und/oder des relativen Wettbewerbsvorteils des Objektes ab. Die Objektstrategie ist als Strategiealternative zu verstehen. Es ist Aufgabe des Objektmanagements, die möglichen Strategiealternativen gegeneinander abzuwägen und diejenige mit dem grössten Wertbeitrag festzulegen (unter Anwendung von Machbarkeitsanalysen, Wirtschaftlichkeitsrechnungen, Cash-Flow-Modellierungen, Sensitivitätsanalysen, etc.). Zur Objektstrategie gehören insbesondere auch die darauf abgestimmten Vermietungs-/Marketingkonzepte, die Instandhaltungs-/Instandsetzungs-/Modernisierungs- und Veränderungsmassnahmen (letztere zur Steigerung des Komforts), sowie weitere operative Optimierungsmassnahmen zur Sicherstellung rechtlicher und technischer Vorgaben. Auf der Basis der Objektstrategie leitet das Objektmanagement den *objektbezogenen Businessplan* ab. Darin enthalten ist die Budgetallokation aller wesentlichen Optimierungsmassnahmen am Objekt sowie die geplanten Mieterträge (SOLL), welche dann den finanziellen Rahmen der ausführenden Einheiten darstellt.[42]

3.2 Steuerung

Zu den Steuerungsaktivitäten des Objektmanagements gehören die *Auswahl und Führung* der *operativen Objektmanagementaufgaben*, sofern diese nicht selber erbracht werden (z.B. Property und Facility Management) sowie der *operativen Real Estate Services* auf Objektebene (z.B. Makler, Marketingagenturen, Projektentwickler, Architekten, Ingenieure, etc.). Das Objektmanagement zeichnet auch für die laufende *Analyse und Bewertung des Bestandes* verantwortlich. Dazu gehören die Identifikation, die Initiierung, die Prüfung und Steuerung von Cash-Flow und Wert steigernden Massnahmen (z.B. Projektentwicklungs-, Modernisierungs- und Veränderungsmassnahmen). Das Objektmanagement unterstützt und beratet das Portfolio Management ferner bei Investitionsmöglichkeiten (Due Diligences, Transaktionen) und trifft *Entscheide mit relevanten Auswirkungen auf die Objektbeiträge* wie Vermietungen, umfangreichere Mieterausbauten, Instandsetzungen, etc. (Die Vergabe, Steuerung und das Controlling solcher

[42] Vgl. Kämpf-Dern 2009, S. 10-14

Massnahmen an dafür eingeschaltete Real Estate Services Provider gehört i.d.R. nicht dazu.). Die *Entwicklung der Vermietungsstrategie* und die damit verbundenen operativen Leistungen bilden eine der Kernaufgaben des Objektmanagements. Dazu gehören das Leerstands- und Flächenmanagement, die Steuerung von Marketingmassnahmen, die Festlegung des Mietermix, die Selektion der Mieter, das Führen wichtiger Mietvertragsverhandlungen, das Key Account Management, das operative Vermietungsmanagement sowie die Betreuung von Mietern und Nutzern. Die Sicherstellung, Koordination und Überwachung der Miet- und Objektbuchhaltung inklusive des Zahlungsverkehrs und des Mahnwesens (Miete, Nebenkosten, Kautionen, Versicherungen, etc.) fällt ebenfalls in den operativen Aufgabenbereich des Objektmanagements.[43]

3.3 Controlling, Reporting und Risikomanagement

Wesentliche Aufgabe des Controllings ist das *Monitoring und die Sicherstellung der geplanten Performance des einzelnen Objektes* bzw. des betreuten Immobilienbestandes. Dazu gehört das Anstossen von notwendigen Anpassungsmassnahmen. Diese Aktivität gilt auch im Bezug auf die intern oder extern erbrachten operativen Objektmanagement- und Real Estate Services Leistungen im Vergleich zu vereinbarten Vertragsleistungen und -kosten sowie das Benchmarking. Das *Controlling des Objektbudgets* ist ebenfalls Aufgabe des Objektmanagements. Ferner sind die Sicherstellung der *Dokumentation auf Objektebene*, das *Reporting an das Portfolio Managemen*t und das *Risikomanagement auf Objektebene* (z.B. Prüfen der Mieterbonität, Datenqualität in den IT-Systemen, Kostenrisiken, etc.) Aufgaben des Objektmanagements.[44]

Zusammenfassend kann das Objektmanagement definiert werden als das *strategische und operative, performanceorientierte Wertschöpfungsmanagement* einer Immobilie oder eines Immobilienbestandes im Interesse des Investors. Ferner übernimmt das Objektmanagement die Eigentümerfunktion. In der Regel nicht zum engeren Aufgabenbereich des Objektmanagements gehören das Transaktions- sowie das Bauprojektmanagement. Diese phasenspezifischen Immobilienmanagementfunktionen, welche eng mit dem Objektmanagement verknüpft sind, können als Zusatzaufgaben definiert werden.

---

[43] Vgl. Kämpf-Dern 2009, S. 10-15
[44] Vgl. Kämpf-Dern 2009, S. 11-15

4 Leistungskatalog und Unternehmenswert

In Kapitel 3 wurde ein detaillierter Leistungskatalog für die Dienstleistung Objektmanagement aufgestellt. In der Folge soll aufgezeigt werden, über welche Wertsteigerungshebel das Objektmanagement Einfluss auf die Entwicklung des Immobilienwertes und somit auch des Unternehmenswertes einer Property-Company nehmen kann. Dazu ist es sinnvoll, zunächst auf das Shareholder-Value-Konzept und das Wertmanagement einzugehen.

4.1 Shareholder-Value und Wertmanagement

Der Ausgangspunkt des Shareholder-Value-Konzeptes liegt in der grundsätzlichen Überzeugung, dass die Maximierung des Unternehmerwertes aus Sicht der Eigentümer die oberste Zielsetzung der Unternehmensführung ist.[45] Gemäss Rappaport, der mit seiner Veröffentlichung „Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance“ als Vordenker des Shareholder-Value-Konzeptes gilt, setzt sich der Unternehmenswert aus dem Marktwert des Fremdkapitals und des Eigenkapitals, dem Shareholder-Value zusammen.[46] Um den Shareholder-Value bestimmen zu können, muss also der Unternehmenswert wie auch der Marktwert des Fremdkapitals berechnet werden.

„Der Unternehmenswert besteht [..] aus drei Komponenten: Gegenwartswert der betrieblichen Cash-flows während der Prognoseperiode + Residualwert + Marktwert handelsfähiger Wertpapiere.“[47] Für die Berechnung des Barwertes dieser zukünftigen Cash-Flows eignet sich als Diskontierungssatz der gewichtete Kapitalkostensatz[48], auf Englisch Weighted Average Cost of Capital (WACC). „Der Anteil des Fremdkapitals am Unternehmenswert beinhaltet den Marktwert aufgenommenen Fremdkapitals, nicht-dotierte Pensionsrückstellungen sowie den Marktwert anderer Forderungen wie [..] Vorzugsaktien.“[49] Der Shareholder-Value entspricht der Differenz zwischen dem Unternehmenswert und dem Marktwert des Fremdkapitals.

---

[45] Vgl. Bischoff 1994, S. 83, zit. in Schweiger 2010, S. 38
[46] Vgl. Rappaport 1986, S. 32
[47] Rappaport 1999, S. 40
[48] Vgl. Rappaport 1999, S. 40
[49] Rappaport 1999, S. 39-40

Das Shareholder-Value-Konzept integriert Elemente der Kapitalwertmethode, der strategischen Planung und der modernen Kapitalmarkttheorie und wird dadurch zu einem zentralen Instrument der *wertorientierten* Unternehmensführung. Es stellt zwar kein gänzlich neues Konzept dar, jedoch werden die verschiedenen Elemente der Managementlehre erstmals wirkungsvoll miteinander kombiniert.[50]

Im Gegensatz zu traditionellen Steuerungsgrössen wie zum Beispiel den Break Even und den Return on Investment (ROI) bilden die Kennzahlen der Shareholder-Value-Analyse zahlungsorientierte Grössen ab und liefern Steuerungsziele für die Unternehmenswertsteigerung.[51] Trotzdem stösst das Shareholder-Value-Konzept insbesondere bei der Umsetzung auf operativer Ebene an seine Grenzen. Eine Schwäche des Shareholder-Value-Ansatzes besteht darin, dass es die Komponenten des Unternehmenswertes auf stark aggregierter Stufe darstellt. Genau dadurch fehlt aber die wertorientierte Verknüpfung mit der operativen Ebene. Somit kann der Einfluss operativer Handlungen auf die wertorientierte Spitzenkennzahl nicht ermittelt werden.[52]

„Wertmanagement mit verhaltenssteuernder Wirkung und entscheidungsbeeinflussender Wirkungen greift auf bewährte betriebswirtschaftliche Erkenntnisse zurück und verknüpft traditionelle Werttreiber mit denen, die sich durch die Ausweitung des Shareholder Values auf den Stakeholder Value ergeben.“[53] Koller charakterisiert Wertmanagement (Value Based Management) als Konzept, das die Bestrebungen, Analysetechniken und Management-Prozesse eine Unternehmens darauf konzentriert, die Schlüsselwerttreiber aktiv zu steuern.[54] Rappaport hat für die Darstellung dieser Zusammenhänge das Shareholder-Value-Netzwerk geschaffen. „Das Netzwerk zeigt die wichtige Verbindung zwischen der Zielsetzung des Unternehmens, Werte zu schaffen, und den grundlegenden Bewertungsfaktoren bzw. Werttreibern [...].“[55] Das Netzwerk ist in Abbildung 7 dargestellt.

---

[50] Vgl. Schreier/Schneider 1999, S. 9 und Hens 1998, S. 35, zit. in Schweiger 2007, S. 40
[51] Vgl. Schweiger 2007, S. 40
[52] Vgl. Voggereiter/Jochen 2002, zit. in Schweiger 2007, S. 41
[53] Wildemann 2001, S. 25
[54] Vgl. Koller 1994, S. 87, zit. in Schweiger 2007, S. 42
[55] Rappaport 1999, S. 67-68

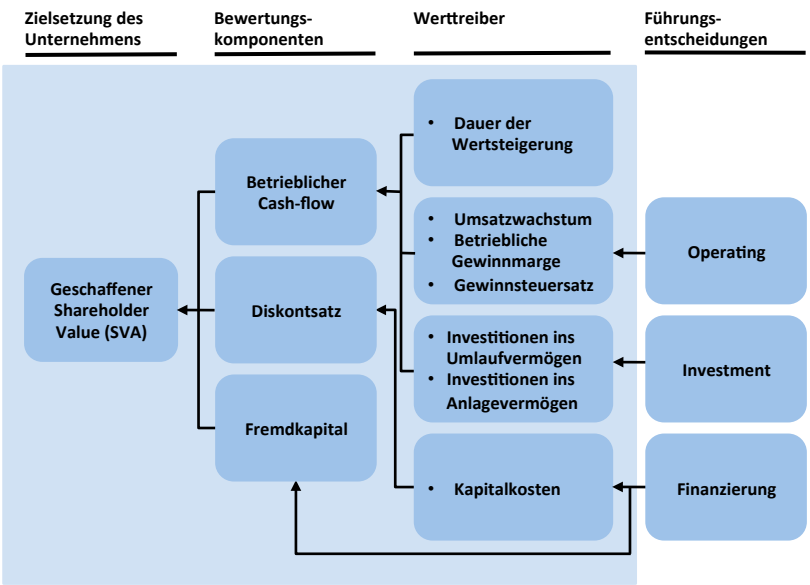

Abb. 7: Shareholder-Value-Netzwerk von Rappaport, vgl. Rappaport 1999, S. 68

Der geschaffene Shareholder-Value als Zielsetzung eines Unternehmens resultiert im Konzept von Rappaport aus den drei Bewertungskomponenten betrieblicher Cash-Flow, Diskontsatz und Fremdkapital. Zur Operationalisierung dieser Komponenten entwickelte Rappaport sieben Werttreiber, durch welche der Shareholder-Value beeinflusst werden kann: Dauer der Wertsteigerung, Umsatzwachstum, betriebliche Gewinnmarge, Gewinnsteuersatz, Investitionen in Umlaufvermögen, Investitionen in Anlagevermögen und Kapitalkosten. Diesen Werttreiber werden die entsprechenden Führungsentscheidungen zugeordnet: Operating, Investment und Finanzierung.[56]

4.2 Immobilienspezifisches Wertsteigerungsmodell

„Das Shareholder-Value-Konzept von *Rappaport* bildet die Wertschaffung durch eine [..] aggregierte Spitzenkennzahl ab. Durch die alleinige Betrachtung verdichteter Steuerungskennzahlen kann die Wertschaffung auf Prozessebene jedoch nicht gesteuert werden, da es sich hierbei um einen [..] vielschichtigen Vorgang handelt.“[57] Gemäss Schweiger reicht das Shareholder-Value-Konzept deshalb in der dargestellten Form für die wertorientierte Steuerung operativer Immobilieneinheiten nicht aus. Im Modell müssen deshalb die Wertgeneratoren in immobilienspezifische Entscheidungsbereiche überführt, mit den Wertsteigerungshebeln des Immobilienmanagements verbunden und an-

[56] Vgl. Rappaport 1999, S. 67-69
[57] Schweiger 2007, S. 82

schliessend weiter konkretisiert werden, um dieses Steuerungsdefizit auszugleichen. Für die erforderliche Konkretisierung des Werttreibermodells sollen dabei die Wertsteigerungshebel in immobilienspezifische Wertreiber und wertsteigernde Initiativen systematisch weiter aufgespalten werden.[58]

Abbildung 8 stellt die Verknüpfung des Shareholder-Value-Konzepts nach Rappaport mit den acht elementaren Wertsteigerungshebeln zu einem generischen immobilienspezifischen Werttreibermodell dar.

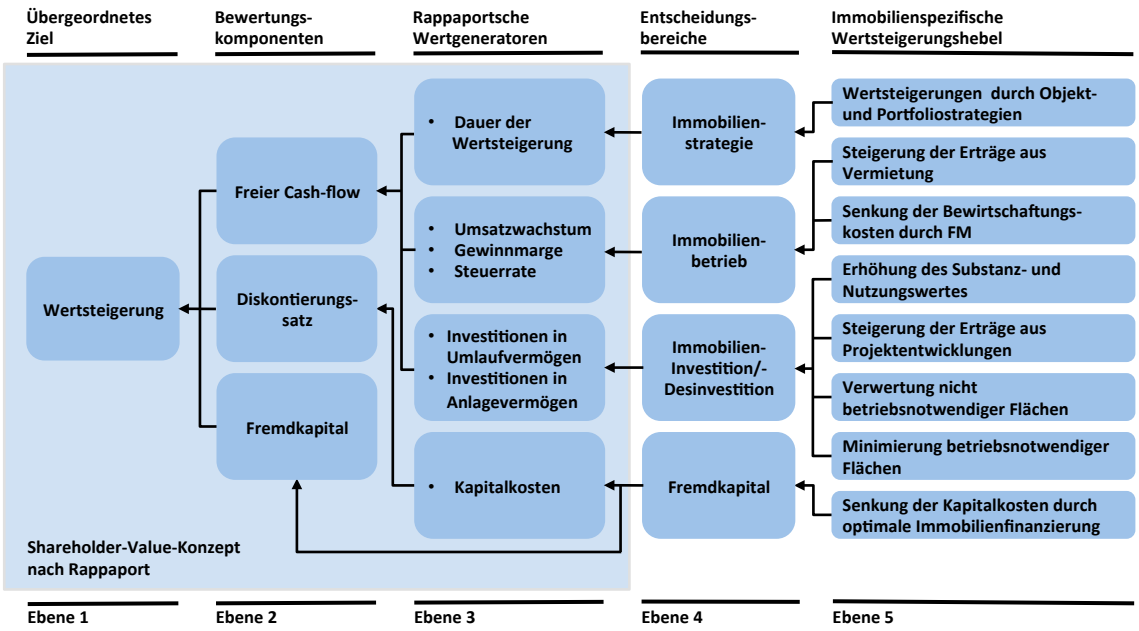

Abb. 8: Immobilienspezifisches Wertsteigerungsmodell, vgl. Jürgensonn/Schäfers 1998, S. 840

Dabei stellen die ersten drei Ebenen die Elemente des Shareholder-Value-Konzepts nach Rappaport dar. Auf der vierten Ebene werden die sieben Rappaportschen Wertgeneratoren in immobilienspezifische Entscheidungsbereiche aus der Sicht des betrieblichen Immobilienmanagements überführt. Diese stellen einen konkreten Bezug zwischen dem Unternehmenswert und den Wertsteigerungshebel des Immobilienmanagements her. Auf der fünften Ebene knüpfen acht Wertsteigerungshebel an die immobilienspezifischen Entscheidungsbereiche.[59]

[58] Vgl. Schweiger 2007, S. 82
[59] Vgl. Schweiger 2007, S. 82-84

Als Wertsteigerungshebel für Konzernimmobiliengesellschaften (Non-Property-Companies) werden bei Jürgensonn/Schäfers die Wertsteigerung durch Objekt- und Portfoliostrategien, die Steigerung der Erträge aus Vermietung, die Senkung der Miet- und Gebäudekosten, strategische Instandhaltungen, die Steigerung der Erträge aus Projektentwicklungen, das Abstossen nicht betriebsnotwendiger Flächen sowie die Senkung der Kapitalkosten verwendet.[60] Da auch reine Immobilienunternehmungen (Property-Companies) die Steigerung des Unternehmenswert als oberstes Ziel haben müssen, und damit das Rappaportsche Modell Anwendung finden kann, werden im Rahmen dieser Arbeit dieselben Wertsteigerungshebel verwendet.

4.3 Immobilienspezifische Werttreiber und Wertsteigerungsinitiativen

Im Rahmen dieser Arbeit kann nicht auf alle acht Wertsteigerungshebel eingegangen werden, da sie mehrheitlich nicht die Managementdisziplin Objektmanagement betreffen. Das Objektmanagement ist im Entscheidungsbereich Immobilienstrategie und Immobilienbetrieb tätig. In der Folge werden die drei im Einfluss- und Verantwortungsbereich des Objektmanagements stehenden immobilienspezifischen Wertsteigerungshebel weiter in immobilienspezifische Wertreiber und wertsteigernde Initiativen aufgespalten und operationalisiert und alsdann mit dem Leistungskatalog des Objektmanagement gemäss Kapitel 3 verknüpft. Es sind dies die Wertsteigerungshebel Wertsteigerung durch Objekt- und Portfoliostrategien[61], Steigerung der Erträge (aus Vermietung) sowie Senkung der Bewirtschaftungskosten (durch Facility Management).

4.3.1 Wertsteigerung durch Objekt- und Portfoliostrategien

Der Formulierung und Aktualisierung der Portfoliostrategie kommt im Werttreibermodell eine herausragende Bedeutung zu. Diese muss in Einklang mit der vom Investor vorgegebenen Investmentstrategie stehen. „Mit der Definition der strategischen Ausrichtung des Immobilienbestands, respektive der Definition des Zielportfolios, wird [..] festgelegt, in welchen Rendite/Risiko-Raum investiert bzw. desinvestiert werden soll. Durch die Festlegung des Anlegerrisikoverhaltens ist der erreichbare Rendite-Korridor

---

60 Vgl. Jürgensonn/Schäfers 1998, S. 840

61 Die Portfoliostrategie gehört – im Gegensatz zur Objektstrategie - nicht in den Verantwortungsbereich des Objektmanagements, sie ist aber innerhalb des Entscheidungsbereiches Immobilienstrategie zu einem Wertsteigerungshebel zusammengefasst.

festgelegt, der entscheidenden Einfluss auf die Werttreiber Umsatzwachstum, Gewinnmarge und Dauer der Wertsteigerung [...] haben wird. Die *Normstrategien* (Hervorhebung des Verfassers) geben einen ersten Hinweis auf die grundlegende Einordnung der Bestandsobjekte und deren weitere Entwicklung im Portfolio."[62]

Die Normstrategien können in der Neun-Felder-Matrix wie in Abbildung 9 dargestellt werden.

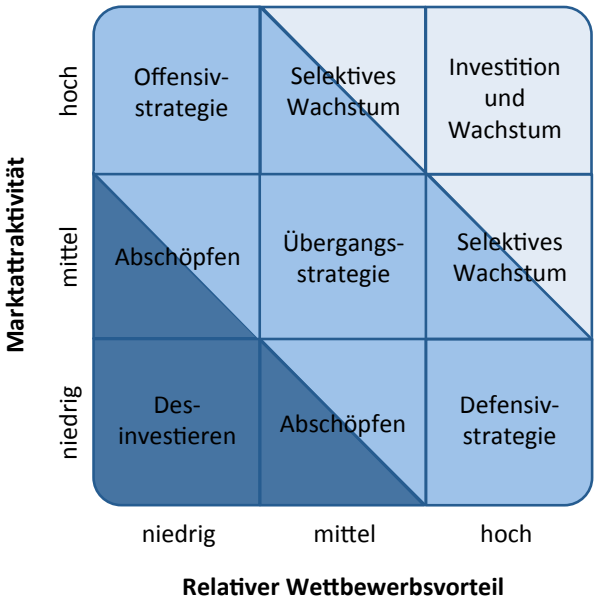

Abb. 9: Normstrategieempfehlungen in der Neun-Felder-Matrix, vgl. Wellner 2003, S. 211

Die Portfoliostrategie hat aufgrund der Festlegung künftiger Wertsteigerungs- und Risikopotentiale der Investments (Ankäufe) bzw. des gesamten Bestands einen enormen Einfluss auf die Wertentwicklung. Bei der Ist-Analyse des Portfolios werden die einzelnen Immobilien verschiedenen Normstrategien zugeordnet, welche bei der Festlegung der Objektstrategie weiter operationalisiert und verfeinert werden.[63]

Die Entwicklung der Objektstrategie gehört in den Verantwortungsbereich des Objektmanagements. Diese wird abgeleitet von der durch das Portfolio Management festgelegten Normstrategie. Die in Abbildung 9 dargestellten Normstrategien sind im Wesentlichen als Strategiealternativen zu verstehen. Nebst den Marktzielen des Investors hängt die Entscheidung für die entsprechende Strategiealternative von den Faktoren „Marktat-

[62] Lehner 2010, S. 119
[63] Vgl. Lehner 2010, S. 130

traktivität“ und „relativer Wettbewerbsvorteil“ ab. Die Positionierung der einzelnen Immobilie in der Neun-Felder-Matrix wird anhand eines Punktebewertungsverfahrens bestimmt. Dieser Punktebewertung liegt eine Vielzahl quantitativer wie auch qualitativer Beurteilungskriterien zugrunde.[64] Die Daten dazu werden zum grossen Teil durch das Objektmanagement als Dienstleistung im Bereich Research einerseits und durch Aufarbeitung von objektrelevanten Daten anderseits, bereitgestellt. Der Qualität dieser Daten kommt eine enorme Bedeutung zu, ist sie doch Grundvoraussetzung jeglicher wertorientierten Planung, Steuerung und Kontrolle von Immobilien. Als Ergebnis einer solchen Bewertung liefert das Scoring-Modell einen Punktwert für die beiden Dimensionen „Marktattraktivität“ und „relativer Wettbewerbsvorteil“. Dadurch kann in der Neun-Felder-Matrix die entsprechende Strategiealternative abgeleitet und (in Absprache mit dem Portfoliomanagement) definiert werden.[65]

Bei der Definition der Objektstrategie geht es darum, potentielle Wertvernichter und Wertentwicklungschancen zu identifizieren. Wertvernichter sind solche Objekte, welche eine dauerhaft negative Kapitalwertentwicklung aufweisen (d.h. auch durch mögliche Investitionsszenarien wird bei der Abbildung im DCF-Modell kein positiver Nettobarwert generiert). Es sind dies Objekte, die sowohl eine niedrige Marktattraktivität wie auch einen niedrigen relativen Wettbewerbsvorteil aufweisen. Solche Objekte sollten desinvestiert werden. Bei kurzfristig steigendem, aber langfristig fallendem Kapitalwert ist selektiv vorzugehen: Ist die Marktattraktivität hoch, der relative Wettbewerbsvorteil aber niedrig, spricht vieles für eine (hohe) Investition, da dadurch die Objektqualität und damit der relative Wettbewerbsvorteil erhöht werden kann (Offensivstrategie). Ist die Marktattraktivität gering, der relative Wettbewerbsvorteil hoch, sind Massnahmen zur Erhaltung des Wettbewerbsvorteils zu planen (Kostensenkungs- und Mieterbindungsmassnahmen), jedoch ohne hohe Investitionen tätigen zu müssen (Defensivstrategie). Objekte mit einer dauerhaft positiven Kapitalwertentwicklung zeichnen sich durch eine mittlere bzw. hohe Marktattraktivität und einem mittleren bis hohen relativen Wettbe-

---

[64] Zu den Kriterien für die „Marktattraktivität“ (Marktdimension) zählen u.a.: wirtschaftliche, politische und rechtliche Rahmenbedingungen, die demographische und sozioökonomische Struktur und Entwicklung, die Infrastruktur des Makro-Standortes, weiche Standortfaktoren (Image), die Immobiliennachfrage, das Miet- und Preisniveau. Zu den Kriterien für den „relativen Wettbewerbsvorteil“ gehören: Mikro-Standort und Umfeld, die Grundstückseigenschaften, rechtliche Beschränkungen, das Nutzungskonzept und die Funktionalität, die Gebäudeanalyse (architektonische und technische Gestaltung / Alter / Grösse), der Mietermix, die Bewirtschaftungsergebnisse, das Wertentwicklungspotential. Vgl. Wellner 2003, S. 185

[65] Vgl. Schweiger 2007, S. 90

werbsvorteil aus. Es gilt, den relativen Wettbewerbsvorteil zu halten bzw. zu stärken (Investitions- und Wachstumsstrategien).[66]

Ausgehend von der Objektstrategie wird durch das Objektmanagement der objektspezifische Business-Plan entwickelt. In diesem werden der Zeitpunkt und die Quantifizierung von wertsteigernden und kostensenkenden Massnahmen festgehalten und daraus entsprechende Cash-Flow-Prognosen abgeleitet. Die Objektstrategie bildet zusammen mit dem Objektbusiness-Plan die Grundlage des Wertmanagements auf Objektstufe.

4.3.2 Steigerung der Erträge

Der Wertsteigerungshebel „Steigerung der Erträge aus Vermietung“ gehört in den Entscheidungsbereich des Immobilienbetriebs. Die Erträge aus Vermietung sind das Produkt aus vermieteter Fläche mal Mietpreis. Somit kann dieser Wertsteigerungshebel in die zwei Werttreiber „Steigerung der vermieteten Fläche“ und „Steigerung der Mietpreise“ aufgeteilt werden, hinter denen mehrere Wertsteigerungsinitiativen stehen.

Drei Wertsteigerungsinitiativen beeinflussen den Werttreiber „Steigerung der vermieteten Fläche“. Es sind dies der Zukauf von vermietbaren Flächen, welcher allerdings nicht in den Verantwortungsbereich des Objektmanagements fällt und deshalb nicht weiter erläutert wird, die Erschliessung von ungenutzten Flächen (z.B. Umwandlung von Allgemeinflächen in vermietbare Flächen) sowie die Reduktion von Leerständen, welche wohl den grössten Hebel zur Steigerung der Erträge darstellt. „Grundvoraussetzung für eine hohe Vermietungsquote ist die genaue Kenntnis der Flächen und Objekte, die zur Vermietung zur Verfügung stehen. Die kurz- und mittelfristige Ertragskraft einer Immobilie hängt davon ab, inwieweit sie den Erfordernissen des Marktes entspricht und wie sie mit den externen Immobilien auf diesem Markt konkurriert.“[67] Entscheidend für ein erfolgreiches Vermietungsmanagement sind, zusätzlich zu den Kenntnissen der eigenen Objekte, insbesondere die laufende Analyse des Marktes und seiner Entwicklung (Erkennen, Antizipieren und/oder Reagieren von/auf Trends) sowie die detaillierte Kenntnis der Bedürfnisse der Mieter (neue wie auch bestehende). Erst aufgrund dieser Kenntnisse können Investitionen in Renovations-, Instandsetzungs- und Veränderungs-

[66] Vgl. Wellner 2003, S. 209-213
[67] Schweiger 2007, S. 94

massnahmen, jenseits der technischen Notwendigkeit, sinnvoll geplant und umgesetzt werden.

Neben Preis und Fläche, spielt das Vertragsverhältnis zwischen Eigentümer und Mieter eine wichtige Rolle. Dies ist je nach Sektor von unterschiedlicher Bedeutung. Im Bereich „Wohnen“ kann die Immobilie als reine „Commodity“ betrachtet werden. Mietverträge werden in der Regel ohne feste Laufzeit abgeschlossen und können auf den entsprechenden Termin, in der Schweiz oftmals (kantonal geregelt) per Ende Quartal, jedoch nicht per Ende Dezember gekündigt werden. Anders im Bereich der kommerziell genutzten Liegenschaften (Büro, Verkauf). Mietverträge werden in der Schweiz über lange, fixe Laufzeiten (in der Regel fünf oder gar zehn Jahre mit entsprechenden Optionen) abgeschlossen. Es besteht im Markt eine Vielzahl von Mietvertragsgestaltungsmöglichkeiten, welche den Bedürfnissen sowohl des Eigentümers wie auch der Mieters gerecht und deshalb verhandelt werden müssen (z.B. die Schnittstelle zwischen Grund- und Mieterausbau, die Finanzierung und Amortisationsdauer des Mieterausbaus, mietzinsfreie Zeiten, Staffelmieten, Indexierung, etc.).

„Durch die wachsende Konkurrenz an den lokalen Märkten, einer zunehmend schnellen Entwicklung von Gebäude- und Nutzungskonzepten und einer steigenden Volatilität an den Vermietungsmärkten muss der Eigentümer erkennen, dass der Mieter als Kunde im Mittelpunkt der Ausrichtung seines Vermietungsmanagements stehen muss.“[68] Das Vermietungsmanagement von Immobilien bei kommerziell genutzten Liegenschaften ist eine sehr sensible Managementaufgabe, welche hohe Anforderungen an die Qualifikation der Mitarbeiter stellt (fachliche Ausbildung, unternehmerisches Denken und wirtschaftliches Handeln, Zahlenaffinität, strategisch-analytisches Denken, Kundenorientierung, sehr gute Verhandlungs- und Präsentationsfähigkeit, Durchsetzungsvermögen). Wird mit der Erstvermietung häufig ein spezialisierter Dienstleister mandatiert, ist die Wiedervermietung und die Vertragsverlängerung bzw. -erneuerung eine Kernaufgabe des Objektmanagements. Insbesondere bei Grosskunden institutioneller Investoren wird diese Aufgabe in neuester Zeit durch eigens dafür eingesetzte Key Account Manager wahrgenommen. Gerade diese Grosskunden sind häufig Ankermieter oder sogar Single-Tenant, weshalb ein Auslaufen der entsprechenden Verträge zu empfindlichen Ertragseinbussen und somit zu einer Wertminderung der Immobilie führen kann. Im Sinne von

[68] Lehner 2010, S. 168-169

Risikomanagement und Ertragssicherung führen deshalb Key Account Manager regelmässig Gespräche und betreiben aktive Beziehungspflege zur Mieterbindung, um frühzeitig deren Bedürfnisse in Erfahrung zu bringen und sich entsprechend im Hinblick auf Mietvertragsverhandlungen vorbereiten zu können. Oft werden durch Vertragsverhandlungen Renovations-, Instandsetzungs- und Veränderungsmassnahmen zur Verbesserung der eigenen Wettbewerbsposition initialisiert, sofern das Wertschöpfungspotential vorhanden und die Wirtschaftlichkeit der Massnahmen gegeben ist. Im Weiteren können zu diesem Zeitpunkt die Vertragskonditionen den veränderten Marktbedingungen angepasst werden.

Der Werttreiber „Steigerung der Mietpreise“ ist abhängig von der Entwicklung der Mietpreise in den Immobilienmärkten. Diese Entwicklung wiederum ist eine Funktion des kurz- bis mittelfristigen Flächenangebotes und der relevanten Flächennachfrage. Dabei gilt der Angebots-Nachfrage-Mechanismus, d.h. weitet sich das Angebot bei gleicher Nachfrage aus, so fällt der Preis. Umgekehrt führt bei gleicher Nachfrage eine Verknappung des Angebotes zu steigenden Preisen. Die mögliche Steigerung der Mietpreise im Bestand ist primär vom Verhältnis der Ist-Mieten zu den relevanten Marktmieten abhängig.[69]

Es ist Aufgabe des Vermietungsmanagements als Teil des Objektmanagements, im Rahmen des rechtlich Möglichen das Vermietungspotential auszuschöpfen bzw. durch proaktives Handeln die Vermietung zu Marktkonditionen sicherzustellen. Ferner ist ein professionelles Vertragsmanagement zur Sicherstellung der Einhaltung mietvertraglicher Regelungen (Indexanpassungen, Staffelmieten, etc.) gerade bei umfangreichen Immobilienbeständen von grosser Bedeutung.

[69] Vgl. Lehner 2010, S. 175-177

4.3.3 Senkung der Bewirtschaftungskosten

Der Wertsteigerungshebel „Senkung der Bewirtschaftungskosten“ gehört in den Entscheidungsbereich des Immobilienbetriebs. „Die Bewirtschaftungskosten beziehen sich auf die von der Immobilie verursachten Kosten in der Nutzungsphase.“[70] Sie setzen sich zusammen aus den Betriebs-, den Unterhalts- und den Verwaltungskosten. Die Bewirtschaftungskosten stellen in der Gewinn- und Verlustrechnung einer Immobilie einen grossen Kostenblock dar, hohe Bewirtschaftungskosten schmälern den Nettoertrag und reduzieren somit auch die laufende Rendite (Nettorendite bzw. Cash-Flow-Rendite). Der Wertsteigerungshebel „Senkung der Bewirtschaftungskosten“ kann in drei Werttreiber aufgeteilt werden: „Senkung der Betriebs- und Nebenkosten“, „Optimierung der Unterhaltskosten“ und „Reduzierung der Verwaltungskosten“.

Die ständige Optimierung der Betriebs- und Nebenkosten gehört zu den Kernaufgaben bestandshaltender Immobilienunternehmungen und fällt in den Verantwortungsbereich des Objektmanagements. „Die Betriebskosten sind alle Kosten, die dem Eigentümer durch den bestimmungsmässigen Gebrauch eines Gebäudes oder einer technischen Anlage entstehen.“[71] Zu diesen Kosten zählen unter anderem die Ver- und Entsorgung, Inspektion und Wartung, öffentliche Abgaben und Beiträge sowie Versicherungsprämien. Die Nebenkosten sind von den Betriebskosten zu unterscheiden. Das Obligationenrecht der Schweiz definiert in Artikel 257a Nebenkosten im Allgemeinen wie folgt: „1 Die Nebenkosten sind das Entgelt für die Leistungen des Vermieters oder eines Dritten, die mit dem Gebrauch der Sache zusammenhängen. 2 Der Mieter muss die Nebenkosten nur bezahlen, wenn er dies mit dem Vermieter besonders vereinbart hat.“[72] Die Nebenkosten können also den Mietern weiterverrechnet werden. Gemäss Mietgesetzgebung müssen die Nebenkosten dem tatsächlichen Aufwand entsprechen.[73] Während bei Wohnliegenschaften die verrechenbaren (Neben-)kosten gesetzlich weitestgehend reglementiert sind, besteht diesbezüglich bei Geschäftsliegenschaften ein grösserer Spielraum in der Gestaltung der Mietverträge (z.B. Double- oder Triple-Net-Lease-Verträge). Zu den Nebenkosten zählen unter anderem die Kosten für Heizung und Brauchwarmwasser, Treppenhausreinigung, Betriebskosten für Lifte und Beleuchtung der allgemei-

---

70 Menz 2009, S. 124

71 dokumentation sia d 0165 2000, S. 21

72 Art. 257a Obligationenrecht 2011, o. S., online verfügbar unter: http://www.admin.ch/ch/d/sr/220/a257a.html [abgerufen am 28.06.2011]

73 Vgl. Art. 257b OR

nen Räume. Es liegt im Interesse sowohl des Vermieters wie auch des Mieters, die Betriebs- und Nebenkosten zu senken. Aus der Sicht des Vermieters, weil dadurch der Nettoertrag erhöht und aus der Sicht des Mieters dadurch die Bruttomiete reduziert werden kann. Es gibt eine Vielzahl von Wertsteigerungsinitiativen, welche diesen Werttreiber beeinflussen. Diese reichen von der konsequenten Weiterverrechnung aller gesetzlich erlaubten, verursachergerechten Nebenkosten im Rahmen des Vermietungsmanagements, der Anpassung von Dienstleistungs- und Lieferantenverträgen (z.B. Rahmenverträge), der Optimierung der Service-Levels (z.B. Reinigung), der Bündelung von Verträgen (z.B. Sammelpolicen), dem Outsourcing von Dienstleistungen (z.B. Hauswartung, technisches/infrastrukturelles Facility Management) bis hin zu Massnahmen an haustechnischen Anlagen (z.B. Betriebsoptimierungen, Energiemanagement). Der Vollständigkeit halber sei hier erwähnt, dass die lebenszyklusorientierte Optimierung der Bewirtschaftungskosten durch Berücksichtigung und Steuerung derselben bereits in der Konzeptions- und Planungsphase ebenfalls von grosser Bedeutung ist. Diese Dienstleistung fällt weder in den Entscheidungsbereich Immobilienbetrieb, noch in den direkten Verantwortungsbereich des Objektmanagements. Sie wird deshalb nicht tiefergehend erläutert.

Der zweite wesentliche Kostentreiber der Bewirtschaftungskosten stellen die Unterhaltskosten dar, welche gemäss der Norm SIA 469 zusammen mit den Überwachungs- und Veränderungskosten die Erhaltungskosten bilden.[74] Die Unterhaltskosten teilen sich auf in Instandhaltungs- (IH) sowie in Instandsetzungs- (IS) und Erneuerungskosten. „Die Instandhaltungskosten bezeichnen alle für die *Bewahrung des Sollzustandes* der Liegenschaft notwendigen und durch den Eigentümer zu tragenden Kosten. In der Regel handelt es sich dabei um kleinere bis mittlere Reparatur- und Wartungskosten.“[75] In der Praxis wird bei Instandhaltungsmassnahmen oft vom ordentlichen Unterhalt gesprochen. „Die Instandsetzungskosten bezeichnen alle für die *Wiederherstellung des Sollzustandes* der Liegenschaft notwendigen und durch den Eigentümer zu tragenden Kosten.“[76] In der Praxis nennt man diese Instandsetzungsmassnahmen oft ausserordentlichen Unterhalt. Während die Instandhaltungskosten „laufend“ anfallen und die Beträge eher bescheiden sind, fallen Instandsetzungskosten aperiodisch an, die Beträge sind in der Regel wesentlich grösser. Dabei ist zu beachten, dass es für Instandsetzungsarbeiten

[74] Vgl. Norm SIA 469, 1997, S. 9-15
[75] Dokumentation SIA D 0213 2005, S. 7
[76] Dokumentation SIA D 0213 2005, S. 9

optimale Ausführungszeitfenster gibt. Werden Instandsetzungsarbeiten zu früh durchgeführt, ist der generierte Nutzen zu klein.[77] Erfolgen sie zu spät, droht die Gefahr hoher Folgekosten infolge von Ausfällen, da die Gebrauchstauglichkeit nicht mehr in vollem Masse gewährleistet ist. Wertsteigerungsinitiativen im Bereich „Optimierung der Unterhaltskosten“ sind unter anderem die Optimierung der Inspektionsintervalle und Funktionskontrollen (z.B. Verlängerung der Lebensdauer einzelner Gebäudeteile sowie Prävention von Schäden an Flachdächern, Kanalisationsspülungen, etc.), die Bündelung von Verträgen (z.B. Rahmenverträge für Bauleistungen) sowie insbesondere die strategische Planung der Instandsetzungsarbeiten als Teil der Objektstrategie. Ähnlich der Betriebskosten gilt auch für die Unterhaltskosten, dass die Anwendung eines lebenszyklusorientierten Ansatzes, d.h. die Vermeidung von „Sonderkonstruktionen“ bzw. die Berücksichtigung und Steuerung der Unterhaltskosten bereits in der Konzeptions- und Planungsphase von grosser Bedeutung ist.

Der dritte Kostenblock der Bewirtschaftungskosten stellen die Verwaltungskosten dar. Zur Senkung der Verwaltungskosten kommen Wertsteigerungsinitiativen wie die Steigerung der Verwalterproduktivität, die Reduktion der Vertragskomplexität und die Optimierung der Verwaltungsprozesse in Betracht.[78] Diese Wertsteigerungsinitiativen führen zu einer generellen Steigerung der Effizienz der Verwaltung und somit zu einer Reduktion des Personalaufwandes, was durch den Einsatz moderner IT-Tools weiter unterstützt wird.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass das Objektmanagement im Sinne des Wertmanagements mittels der Festlegung der Objektstrategie, durch Maximierung der Einnahmen sowie Minimierung der (durch den Eigentümer zu tragenden) Kosten Einfluss auf den Immobilienwert nimmt.

---

[77] Ausserdem werden Werte von Gebäudeteilen vernichtet, welche sich noch nicht am Ende ihres Lebenszyklus befinden. Dies schmälert das Betriebsergebnis und bindet Kapital.

[78] Vgl. Henzelmann/Schweiger 2003, S. 12-14, zit. in Schweiger 2007, S. 98

5 Modellaufbau und Wertermittlung

In Kapitel 4 wurde aufgezeigt, über welche Wertsteigerungshebel das Objektmanagement durch Beeinflussung von Cash-Flows Einfluss auf die Entwicklung des Immobilienwertes und somit auch des Unternehmenswertes nehmen kann. Dies erfolgte rein qualitativ. In der Folge soll nun, in Anlehnung an das Shareholder-Value-Konzept, welches im Wesentlichen auf einem DCF-Modell basiert, diese Beeinflussung anhand eines konkreten Beispiels (reales Musterportfolio[79] eines institutionellen Investors[80]) quantifiziert werden.

Das methodische Vorgehen ist dreistufig: Zunächst wird aus den Daten eines Gesamtportfolios in einem ersten Schritt ein synthetisches, standortgewichtetes Benchmarkportfolio aufgebaut. Hernach werden aus dem Benchmark- und dem oben genannten Musterportfolio in einem zweiten Schritt Kennzahlen abgeleitet und verglichen. In einem dritten Schritt wird das Musterportfolio bewertet. Sensitivitätsanalysen anhand des Bewertungsmodelles zeigen dabei auf, in welchen Mass die Veränderung eines Parameters ceteris paribus den Marktwert beeinflusst. Ferner wird das Wertsteigerungspotential durch Vergleich mit dem Benchmark dargestellt. Damit soll der Wertbeitrag durch die Leistung eines aktiven Objektmanagements aufgezeigt werden. Abbildung 10 stellt das methodische Vorgehen grafisch dar.

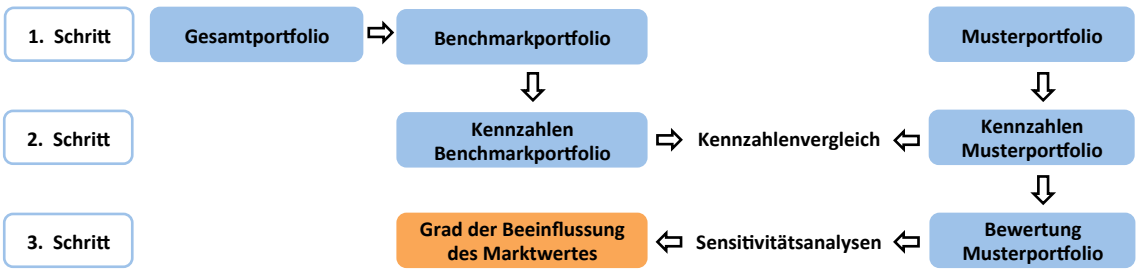

Abb. 10: Methodisches Vorgehen zur Darstellung des Grades der Beeinflussung des Marktwertes durch ein aktives Objektmanagement

[79] Das Musterportfolio ist keine Teilmenge des nachfolgenden Gesamtportfolios, obwohl es, wie das Gesamtportfolio, ebenfalls durch Wüest & Partner AG bewertet wird.

[80] Der Investor wird namentlich nicht genannt.

5.1 Benchmark- und Musterportfolio

Es wurde umfangreiches Datenmaterial (Gesamtportfolio) für den Aufbau eines Benchmarkportfolios zur Verfügung gestellt.[81] Die Vergleichbarkeit des Zahlenmaterials an sich ist grundsätzlich gegeben: Sowohl die Angaben des Gesamt- wie auch des nachfolgenden Musterportfolios sind nach der gleichen Systematik aufgebaut. Die Daten stammen einzig von Renditeliegenschaften mit Standort Schweiz. Dabei handelt es sich bei beiden Portfolios ausschliesslich um kommerzielle Liegenschaften mit den Hauptnutzungen Büro, Verkauf und Wohnen (oder eine Mischung davon). Die Grundgesamtheit der Liegenschaften des Gesamtportfolios wurde auf Objekte mit einem Anteil an Büronutzung von 60% oder höher eingegrenzt, um die Vergleichbarkeit mit dem Musterportfolio sicherzustellen. Der Marktwert der Liegenschaften im Gesamtportfolio beläuft sich im Jahr 2010 auf rund CHF 17.2 Milliarden. Der kleinste Marktwert liegt bei rund CHF 0.5 Millionen, der grösste bei über CHF 337 Millionen. Im Schnitt (Mittelwert) beträgt der Marktwert einer untersuchten Liegenschaft rund CHF 28.7 Millionen. Insgesamt werden in den untersuchten Liegenschaften rund 3.8 Millionen Quadratmeter Fläche vermietet (Mittelwert: 6’349 Quadratmeter). Diese Flächen generierten 2010 insgesamt einen Soll-Mietertrag von rund CHF 1.1 Milliarden (Mittelwert: CHF 1.8 Millionen). Dies ergibt einen durchschnittlichen Soll-Mietpreis von CHF 284.- pro vermieteten Quadratmeter. Die übergeordneten Kennzahlen des betrachteten Gesamtportfolios sind in Tabelle 1 dargestellt.

	Liegenschaften	Marktwert 2010	vermietete Fläche	Soll-Mietertrag 2010	Soll-Mietpreis 2010
	[St.]	[CHF]	[m^2]	[CHF]	[CHF/m^2]
Minimal	-	532’500	147	21'000	-
Maximal	-	337'530'000	80'765	21'177'084	-
Mittel	-	28'686'804	6'349	1'806'229	-
Total	599	17'183'395'800	3'803'347	1'081'931'242	284

Tab. 1: Übergeordnete Kennzahlen des Gesamtportfolios

[81] Das Datenmaterial wurde von Wüest & Partner AG zur Verfügung gestellt. Es handelt sich dabei um Liegenschaften, für welche Wüest & Partner AG die jährlichen Bewertungen durchführt. Die übergeordneten Daten stammen ursprünglich von den Eigentümern bzw. von den mit der Bewirtschaftung mandatierten Verwaltungsfirmen. Die Form der Daten lassen weder Rückschlüsse auf die Eigentümer zu, noch kann auf einzelne Liegenschaften geschlossen werden. Somit ist die zwischen den Eigentümern und dem Datenlieferanten vereinbarte Vertraulichkeit gewahrt.

Ausgehend von diesem Gesamtportfolio wird zur besseren Kalibrierung auf das Musterportfolio ein Teilportfolio gebildet. In diesem sind nur Liegenschaften aufgenommen, die sich an gleichen Standorten befinden wie die Liegenschaften aus dem Musterportfolio. Die übergeordneten Kennzahlen des betrachteten Teilportfolios sind in Tabelle 2 dargestellt.

	Liegen-schaften	Marktwert 2010	vermietete Fläche	Soll-Mietertrag 2010	Soll-Mietpreis 2010
	[St.]	[CHF]	[m^2]	[CHF]	[CHF/m^2]
Minimal	-	944'400	461	96'540	-
Maximal	-	337'530'000	47'916	21'177'084	-
Mittel	-	36'069'649	6'723	2'154'989	-
Total	241	8'692'785'400	1'620'307	519'352'449	321

Tab. 2: Übergeordnete Kennzahlen des Teilportfolios

Für dieses Teilportfolio erfolgt bezüglich des Standortes eine marktwertbasierte Standortgewichtung anhand der prozentualen Verteilung der Standorte im Musterportfolio.[82] Die Standortverteilung des Musterportfolios nach Marktwert ist in Abbildung 11 dargestellt.

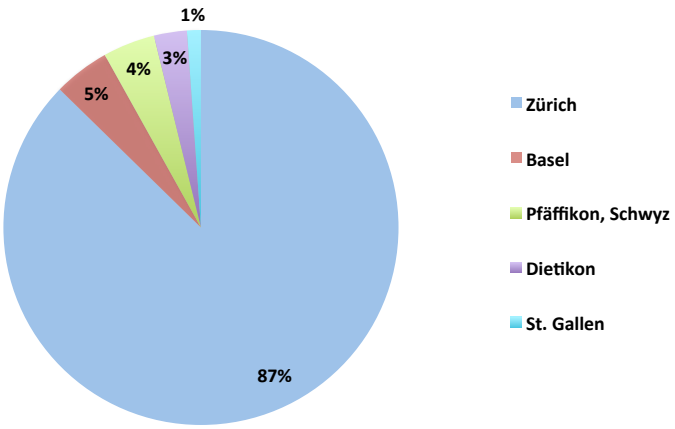

Abb. 11: Standortverteilung des Musterportfolios nach Marktwert

[82] Es wird für jeden Standort ein eigenes Teilportfolio gebildet und mit der entsprechenden Gewichtung aus dem Musterportfolio in das synthetische, standortgewichtete Teilportfolio eingebracht. Aufgrund der fehlenden Liegenschaften in Pfäffikon, Schwyz, werden im Sinne einer bestmöglichen Annäherung die Liegenschaften in Zug verwendet.

Dadurch entsteht ein synthetisches, standortgewichtetes Teilportfolio, das dieselbe Standortgewichtung aufweist wie das nachfolgende Musterportfolio. Die übergeordneten Kennzahlen des standortgewichteten Teilportfolios sind in Tabelle 3 dargestellt.

	Liegen-schaften	Marktwert 2010	vermietete Fläche	Soll-Mietertrag 2010	Soll-Mietpreis 2010
	[St.]	[CHF]	[m^2]	[CHF]	[CHF/m^2]
Minimal	-	944'400	461	96'540	-
Maximal	-	337'530'000	47'916	21'177'084	-
Mittel	-	36'069'649	6'723	2'154'989	-
Total	241	6'140'303'564	1'073'539	363'713'611	339

Tab. 3: Übergeordnete Kennzahlen des standortgewichteten Teilportfolios

Für den Vergleich mit dem Musterportfolio wird dieses standortgewichtete Teilportfolio als Benchmarkportfolio definiert. Die übergeordneten Kennzahlen des Musterportfolios sind in Tabelle 4 dargestellt.

	Liegen-schaften	Marktwert 2010	vermietete Fläche	Soll-Mietertrag 2010	Soll-Mietpreis 2010
	[St.]	[CHF]	[m^2]	[CHF]	[CHF/m^2]
Minimal	-	3'350'000	580	203'754	-
Maximal	-	126'120'000	24'086	8'003'452	-
Mittel	-	31'609'960	4'653	1'906'523	-
Total	25	790'249'000	116'337	47'663'072	410

Tab. 4: Übergeordnete Kennzahlen des Musterportfolios

5.2 Kennzahlen und Kennzahlenvergleich

Ein Vergleich der Objekte des Benchmarkportfolios mit dem Musterportfolio für das Jahr 2010 zeigt, dass im Durchschnitt der Marktwert der Objekte des Benchmarkportfolios grösser ist (+14.11%) und auch mehr vermietete Fläche aufweist (+44.48%). Die Wertschöpfung pro vermietete Flächeneinheit ist geringer (-17.31%). Betreffend der *Brutto- und Nettorendite* übertrifft das Musterportfolio das Benchmarkportfolio. Die Brutto- und Nettorendite können als Erfolgs- und Vergleichsmassstab für die möglichen Mietzinserträge bzw. die operative Nutzung der Immobilien bezogen auf den Ver-

kehrswert herangezogen werden.[83] Die entsprechenden Vergleichszahlen sind in Tabelle 5 dargestellt.[84]

	Benchmark-portfolio	Muster-portfolio
Bruttorendite[85]	5.46%	5.80%
Nettorendite[86]	5.12%	5.26%

Tab. 5: Vergleich Brutto- und Nettorendite

Dem Management des Musterportfolios kann aufgrund dieser Vergleichszahlen für das Jahr 2010 insgesamt eine gute Leistung attestiert werden. Die Differenz zwischen der Brutto- und Nettorendite ist beim Benchmarkportfolio kleiner als beim Musterportfolio (34 versus 54 Basispunkte). In der Bewirtschaftung des Musterportfolios scheint noch nicht ausgeschöpftes Potential insbesondere im Bereich der Eigentümer- und Instandsetzungskosten zu liegen. In der Folge werden die Objekt- und Bewirtschaftungskennzahlen Mietzinsausfall-, Betriebskosten-, Instandhaltungs- und Instandsetzungsquoten nach der Dokumentation SIA D 0213 sowie die Verwaltungskostenquote[87] untersucht.

Die *Mietzinsausfallquote* errechnet sich aus den Mietzinsausfällen (monetär bewerteter Leerstand und Inkassoverluste) dividiert durch den Mietertrag (SOLL).[88] „Die Kennzahl zeigt insbesondere an, welche Ertragssteigerungspotentiale durch Abbau des Leerstands realisiert werden können und erlaubt Rückschlüsse auf die Effektivität der Vermietungsabteilung.“[89]

---

83 Vgl. Dokumentation SIA D 0213 2005, S. 17

84 Eine Darstellung der Performance bzw. des Total Returns kann nicht vorgenommen werden, da hierzu das Datenmaterial für das Benchmarkportfolio nicht zur Verfügung steht. Ferner müsste durch eine Attributionsanalyse festgestellt werden, für welchen Anteil des Total Returns das Objektmanagement verantwortlich zeichnet, was den Rahmen dieser Arbeit sprengen würde.

85 Die Bruttorendite bezeichnet die Rendite, die durch die Mieterträge (SOLL) der Immobilie(n) bezogen auf den Verkehrswert erwirtschaftet werden. Vgl. Dokumentation SIA D 0213 2005, S. 17

86 Die Nettorendite bezeichnet die Rendite, die durch die nach Abzug der Eigentümerkosten verbleibenden Erträge der Immobilie(n) bezogen auf den Verkehrswert erwirtschaftet werden. Vgl. Dokumentation SIA D 0213 2005, S. 17

87 Die Immobilienmanagementaufwandquote (TER_{immo}) kann nicht berechnet werden, da hierzu die Datengrundlage fehlt (zeitnahe Verkehrswerte t_0 und t_1 sowie die Portfolio- und Managementkosten sind nicht vorhanden). Die nachfolgend verwendete Verwaltungskostenquote nimmt als Referenzgrösse nicht den Verkehrswert t_0 und t_1 dividiert durch zwei, sondern den Mietertrag (IST).

88 Vgl. Dokumentation SIA D 0213 2005, S. 19

89 Dokumentation SIA D 0213 2005, S. 19

Die entsprechenden Vergleichszahlen sind in Tabelle 6 dargestellt.

	Benchmark-portfolio	Muster-portfolio
Mietzinsausfallquote[90]	7.76%	3.33%

Tab. 6: Vergleich Mietzinsausfallquote

Betreffend Mietzinsausfallquote für das Jahr 2010 übertrifft die Leistung des Objektmanagements den Benchmark (-57.02%). Dieses Resultat darf nur unter Berücksichtigung des Verhältnisses zum Ertragspotential beurteilt werden.[91] Die entsprechenden Vergleichszahlen sind in Tabelle 7 dargestellt.

	Benchmark-portfolio	Muster-portfolio
Ertragspotential	1.64%	0.27%

Tab. 7: Vergleich Ertragspotential

Unter Berücksichtigung des Ertragspotentials darf dem Objektmanagement des Musterportfolios betreffend Vermietungseffektivität eine sehr gute Leistung attestiert werden.

Die *Betriebskostenquote* errechnet sich aus dem Verhältnis der nicht umlegbaren Betriebskosten zum Mietertrag (IST).[92] „Die Kennzahl erlaubt aufgrund ihres Bezuges auf den Mietertrag (IST) Rückschlüsse auf die Effektivität der Mietvertragsgestaltung, da Mietausfälle, Leerstände, etc. nicht berücksichtigt werden.“[93] Die entsprechenden Vergleichszahlen sind in Tabelle 8 dargestellt.

	Benchmark-portfolio	Muster-portfolio
Betriebskostenquote[94]	6.29%	9.25%

Tab. 8: Vergleich Betriebskostenquote

---

[90] Das Verhältnis der aufgrund von Mietzinsausfällen bedingten Reduktion des Mietertrages (SOLL) zum Mietertrag (IST) beschreibt, welcher Anteil des Mietertrages (SOLL) aufgrund von Leerständen und Inkassoverlusten nicht realisiert werden kann. Vgl. Dokumentation SIA D 0213 2005, S. 19

[91] Das Ertragspotential wird sowohl für das Benchmark- wie auch das Musterportfolio im Rahmen der Bewertung durch Wüest & Partner geschätzt. Die Vergleichbarkeit ist somit gegeben.

[92] Vgl. Dokumentation SIA D 0213 2005, S. 19

[93] Dokumentation SIA D 0213 2005, S. 19

[94] Das Verhältnis von nicht umlegbaren Betriebskosten zu Nettoertrag stellt dar, welcher Anteil des Nettoertrages zur Deckung der Betriebskosten aufgewendet werden muss. Vgl. Dokumentation SIA D 0213 2005, S. 19

Die Betriebskostenquote des Musterportfolios ist deutlich schlechter als der Benchmark (+46.98%). Hier besteht ein Verbesserungspotential.

Die *Instandhaltungsquote* (IH-Quote) errechnet sich als Summe der Instandhaltungskosten dividiert durch den Mietertrag (IST).[95] „Die Höhe der Instandhaltungskosten lässt Rückschlüsse auf die Kosteneffizienz der Massnahmen sowie unter Umständen den baulichen Zustand der Immobilie(n) zu. Sie liefert gegebenenfalls Hinweise auf die strategische Orientierung des Bestandsmanagement / der Instandstellungsstrategie (z.B. kurzfristige Wertabschöpfung versus langfristige Werterhaltung der Immobilie(n)).“[96] Die entsprechenden Vergleichszahlen sind in Tabelle 9 dargestellt.

	Benchmark-portfolio	Muster-portfolio
Instandhaltungsquote	1.97%	3.14%

Tab. 9: Vergleich Instandhaltungsquote

Die Instandhaltungsquote des Musterportfolios ist deutlich schlechter als der Benchmark (+59.41%). Auch hier besteht ein Verbesserungspotential.

Die *Instandsetzungsquote* (IS-Quote) errechnet sich aus der Summe der Instandsetzungskosten dividiert durch den Mietertrag (IST).[97] „Die Instandsetzungskosten beschreiben die Summe aller Kosten zur Wiederherstellung des bestimmungsmässigen Gebrauchs der Immobilie(n). Die Kennzahl erlaubt Rückschlüsse auf in Zukunft notwendige Investitionen und anfallende Kosten.“[98] In die Rubrik der Instandsetzungskosten gemäss der Dokumentation SIA D 0213 fallen auch die wertvermehrenden Investitionen.[99] Dies ist von besonderer Relevanz, da Instandsetzungsarbeiten bei einem aktiven Objektmanagement nicht nur dazu genutzt werden, den Sollzustand wieder herzustellen, sondern oft auch, in der Umsetzung der Objektstrategie, um die eigene Wettbewerbsposition zu verbessern. Eine hohe Instandsetzungsquote ist deshalb nicht zwingend mit einer schlechten Leistung des Objektmanagements gleichzusetzen.

---

95 Vgl. Dokumentation SIA D 0213 2005, S. 20
96 Dokumentation SIA D 0213 2005, S. 20
97 Vgl. Dokumentation SIA D 0213 2005, S. 20
98 Dokumentation SIA D 0213 2005, S. 20
99 Vgl. Dokumentation SIA D 0213 2005, S. 9

Die entsprechenden Vergleichszahlen sind in Tabelle 10 dargestellt.

	Benchmark-portfolio	Muster-portfolio
Instandsetzungsquote	7.51%	30.24%

Tab. 10: Vergleich Instandsetzungsquote

Instandsetzungskosten fallen aperiodisch an. Eine Einjahresbetrachtung kann deshalb zu verzerrten Resultaten führen. Dieser Effekt steigert sich noch mit der Reduktion der Anzahl Objekte im Portfolio (Benchmarkportfolio: 241 Objekte, Musterportfolio: 25 Objekte). Es ist deshalb sinnvoll, diese Kennzahl als Durchschnitt über eine längere Zeitperiode zu betrachten. Für das Benchmarkportfolio stehen die Daten nicht zur Verfügung. Für das Musterportfolio beträgt dieser Wert für die Jahre 2010 bis 2020 im Durchschnitt 12.20% (zeitgewichtet im DCF-Modell 13.04%; siehe dazu Tabelle 23 im Anhang, Seite 53). Dieser Wert liegt deutlich über dem Benchmark 2010 (+62.35%). Hier besteht ein Verbesserungspotential (z.B. geringere Eingriffstiefe und somit tiefere Baukosten bei der Umsetzung der Objektstrategie).

Die *Verwaltungskostenquote* errechnet sich aus der Summe der Kosten für die Verwaltung dividiert durch den Mietertrag (IST). Die Höhe der Verwaltungskostenquote lässt Rückschlüsse auf die Effizienz der Verwaltung zu. Die entsprechenden Vergleichszahlen sind in Tabelle 11 dargestellt.

	Benchmark-portfolio	Muster-portfolio
Verwaltungskostenquote	2.70%	4.24%

Tab. 11: Vergleich Verwaltungskostenquote

Die Aussagekraft dieses Vergleiches ist zu hinterfragen, da Inhalt und Leistungsumfang der Verwaltungsverträge des Benchmarkportfolios nicht bekannt sind. Ferner ist die Quote des Musterportfolios eine kalkulatorische Grösse. Auf eine Wertung dieses Vergleiches wird deshalb verzichtet.

Zusammenfassend kann, im Sinne eines Zwischenfazits, festgehalten werden, dass das Objektmanagement des Musterportfolios bei den Renditekennzahlen den Benchmark im 2010 deutlich übertrifft. Bei den Objekt- und Bewirtschaftungskennzahlen ist eine differenzierte Betrachtung notwendig: Auf der Einnahmenseite (Mietzins (SOLL), Miet-

zinspotential und Mietzinsausfallquote) wird der Benchmark übertroffen, auf der Kostenseite (Eigentümerkosten wie Betriebskosten (und als Teil davon auch die Verwaltungskosten) und Instandhaltungskosten, wie auch Instandsetzungskosten) ist noch ein grosses Optimierungspotential vorhanden.

5.3 Bewertung und Sensitivitätsanalysen

Das Musterportfolio wird nun in einem einfachen DCF-Zweiperioden-Modell abgebildet, um dessen Marktwert zu bestimmen.[100] Dabei werden die erste Periode auf 10 Jahre und der Residualwert (Exit Value) als Wertbeitrag ab dem 11. Jahr in Form einer ewigen Rente festgelegt. Der Marktwert entspricht dabei der Summe der diskontierten Cash-Flows aus der ersten Periode und dem diskontierten Residualwert. Das verwendete DCF-Zweiperioden-Modell bildet die Summe der Objektstrategien der 25 Objekte im Musterportfolio ab. Die Mietzinseinnahmen (SOLL) entsprechen den möglichen Einnahmen bei Vollvermietung. Liegt das Mietzinsniveau der abgeschlossenen Mietverträge über der Marktmiete, werden sie nach Ablauf der festen Mietdauer auf Marktmiete reduziert oder im umgekehrten Fall erhöht. Der verwendete Diskontierungssatz des Investors für die erste Periode beträgt unverändert 4.68%. Dieser Wert entspricht nicht dem Weighted Average Cost of Capital, sondern wurde pro Objekt einzeln gemäss dem Risikokomponentenmodell durch den institutionellen Investor hergeleitet und für die Portfoliobetrachtung aggregiert. Der verwendete Kapitalisierungssatz des Investors (für die Berechnung des Residualwertes) beträgt unverändert 4.58%. Der mit diesen Parametern errechnete Barwert entspricht dem Marktwert[101] und beträgt per 31.12.2010 CHF 820'935'000.-.

---

[100] Der Aufbau und die Terminologie entspricht im Wesentlichen der Dokumentation SIA D 0213, S. 6, ohne die Portfolio- und Managementkosten, die realisierten Gewinne und Verluste aus Verkäufen sowie die unrealisierten Gewinne und Verluste aus Wiederbewertungen zu berücksichtigen.

[101] Gemäss RICS, Chapter Switzerland 2007, S. 28, lautet die einheitliche IVSC/TEGoVA/RICS-Definition: „Der Marktwert ist der *geschätzte* (Hervorhebung des Verfassers) Betrag, für welchen ein Immobilienvermögen am Tag der Bewertung zwischen einem verkaufsbereiten Veräusserer und einem kaufbereiten Erwerber, nach angemessenem Vermarktungszeitraum, in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr ausgetauscht werden sollte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt.“ Es handelt sich also dabei um einen geschätzten Bargeldbetrag, der in einer möglichen Portfoliotransaktion zwischen zwei unabhängigen Dritten vereinbart werden könnte und bildet somit den *wahrscheinlichsten stichtagsbezogenen Kaufpreis* ab.

Das verwendete DCF-Zweiperioden-Modell für die Bewertung des Musterportfolios ist in Tabelle 12 dargestellt (für die ausführliche Darstellung siehe Tabelle 19 im Anhang, Seite 49).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Exit
Mietertrag (SOLL)	**47'756**	**47'803**	**48'193**	**48'524**	**48'859**	**48'772**	**48'685**	**47'917**	**48'252**	**48'827**	**49'133**
Mietzinsausfälle	1'592	642	378	422	550	2'649	389	392	396	399	402
Mietertrag (IST)	**46'164**	**47'162**	**47'815**	**48'102**	**48'310**	**46'123**	**48'296**	**47'525**	**47'856**	**48'429**	**48'731**
Betriebskosten	2'823	2'838	2'866	2'890	2'915	2'901	2'908	2'889	2'914	2'949	2'973
Instandhaltungskosten	1'448	1'615	1'634	1'654	1'674	1'677	1'697	1'718	1'738	1'759	1'780
Eigentümerkosten	**4'271**	**4'453**	**4'500**	**4'544**	**4'589**	**4'578**	**4'606**	**4'607**	**4'652**	**4'708**	**4'753**
Nettoertrag	**41'893**	**42'709**	**43'315**	**43'558**	**43'721**	**41'545**	**43'690**	**42'918**	**43'204**	**43'721**	**43'979**
Instandsetzungskosten	13'960	6'685	10'442	1'202	4'652	6'253	2'382	12'002	502	0	5'915
davon Anteil wertvermehrend	6'000	2'200	5'220	0	0	442	472	0	0	0	0
EBIT	**27'933**	**36'024**	**32'873**	**42'356**	**39'069**	**35'292**	**41'309**	**30'917**	**42'703**	**43'721**	**38'064**
Bruttorendite nach SIA D 0213	5.84%	5.95%	5.99%	6.03%	6.06%	5.78%	6.05%	5.95%	5.99%	6.06%	5.87%
Nettorendite nach SIA D 0213	5.30%	5.39%	5.43%	5.46%	5.48%	5.21%	5.47%	5.37%	5.41%	5.47%	5.30%
Marktwert bzw. Residualwert (im Exit)	**790'249**	**792'449**	**797'669**	**797'669**	**797'669**	**798'111**	**798'583**	**798'583**	**798'583**	**798'583**	**830'509**
Ermittlung des Barwertes	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**
Abzinsungsfaktor auf mittlere Lauffrist	0.9774	0.9337	0.8919	0.8520	0.8139	0.7775	0.7427	0.7095	0.6777	0.6474	0.6327
Barwert EBIT	27'301	33'634	29'319	36'087	31'797	27'438	30'679	21'934	28'940	28'305	
diskontierter Residualwert											525'501
	27'301	**33'634**	**29'319**	**36'087**	**31'797**	**27'438**	**30'679**	**21'934**	**28'940**	**28'305**	**525'501**
alle Werte in CHF '000									**Total Barwert**		**820'935**

Tab. 12: Bewertung Musterportfolio per 31.12.2010

Anhand dieses Bewertungsmodelles werden nachfolgend Sensitivitätsanalysen durchgeführt. Dabei sollen ceteris paribus einzelne Parameter verändert und dabei die Sensitivität auf den Marktwert aufgezeigt werden. Im Kapitel 4 wurde aufgezeigt, dass das Objektmanagement im Wesentlichen über drei Hebel verfügt, um den Immobilien- bzw. den Portfoliowert durch Beeinflussung der Cash-Flows zu steigern. Diese sind: die Festlegung der Objektstrategie, die Maximierung der Einnahmen und die Minimierung der Kosten. Der Einfluss der Objektstrategie kann im Rahmen dieser Arbeit nicht dargestellt werden, da hierzu verschiedene Strategiealternativen pro Objekt verglichen werden müssten.[102] Die Sensitivitätsanalysen konzentrieren sich somit auf die Einnahmen- und Kostenparameter. Diese sind der Mietzins (SOLL) sowie die unter Kapitel 5.2 hergeleiteten Kennzahlen. Dargestellt werden die Veränderungen der Parameter des Musterportfolios in 5.00%-Schritten von -10.00% bis +10.00% sowie der Vergleich mit dem Benchmark. Die Sensitivitätsanalyse soll aufzeigen, welchen Einfluss eine Verbesserung bzw. Verschlechterung der Leistung des Objektmanagements bezüglich des untersuchten Parameters auf den Barwert des Musterportfolios hat. Ferner wird das Wertsteigerungspotential durch Vergleich mit dem Benchmark abgebildet (in den nachfolgenden Tabellen zusammen mit den Ausgangswerten rot dargestellt). Die Darstellung erfolgt in

[102] Es wird angenommen, dass die Festlegung der Objektstrategie für jedes Objekt durch das Objektmanagement des institutionellen Investor vergleichend durchgeführt wurde. Es wird ferner angenommen, dass im Sinne der Wertmaximierung in jedem einzelnen Fall diejenige Strategievariante definiert wurde, für welche im DCF-Modell der höchste Barwert resultiert.

absoluten Zahlen sowie in der Differenz in Prozenten gegenüber dem Ausgangswert. Der Ausgangswert entspricht dem Barwert gemäss Tabelle 12: CHF 820'935'000.-. Bleibt der untersuchte Parameter unverändert, beträgt die Differenz 0.00%.

Als erstes wird die Sensitivität des Mietzinses (SOLL) analysiert. Die absolute Höhe der erzielbaren Mietzinsen kann durch aktives Vermietungsmanagement entscheidend beeinflusst werden (entsprechende Massnahmen wurden unter Kapitel 4.3.2 erläutert). Wird im DCF-Modell der Mietzins (SOLL) um +10.00% gesteigert, resultiert eine Zunahme des Barwertes um +12.84%. Die einzelnen Resultate der Sensitivitätsanalyse sind in Tabelle 13 dargestellt (für die detaillierte Berechnung siehe Tabelle 19 im Anhang, Seite 49).

Sensitivitätsanalyse	-10.00%	-5.00%	Muster-portfolio	+5.00%	+10.00%	Bench-mark
Mietzins (SOLL)	.	.	.	.	.	.
Barwert	715'525	768'230	820'935	873'640	926'345	.
Differenz	**-12.84%**	**-6.42%**	**0.00%**	**+6.42%**	**+12.84%**	**.**

Tab. 13: Sensitivitätsanalyse Mietzins (SOLL)

An früherer Stelle wurde bereits dargestellt, dass die Mietzinsausfallquote des Musterportfolios tief und das Optimierungspotential deshalb bescheiden ist (d.h. die Vermietungseffektivität ist gut). Eine Verbesserung der Mietzinsausfallquote um 10% führt in diesem Fall lediglich zu einer Steigerung des Barwertes des Musterportfolios um 0.15%. Eine hohe Mietzinsausfallquote kann durch aktives Vermietungsmanagement wirksam verbessert werden (entsprechende Massnahmen wurden unter Kapitel 4.3.2 erläutert). Wird im DCF-Modell der (im Vergleich zur Kennzahl des Musterportfolios schlechtere) Benchmark als Mietzinsausfallquote eingesetzt, reduziert sich der Barwert um -8.61%. Die einzelnen Resultate der Sensitivitätsanalyse sind in Tabelle 14 dargestellt (für die detaillierte Berechnung im DCF-Modell siehe Tabelle 20 im Anhang, Seite 50).

Sensitivitätsanalyse	-10.00%	-5.00%	Muster-portfolio	+5.00%	+10.00%	Bench-mark
Mietzinsausfallquote	.	.	.	.	.	7.76%
Barwert	819'735	820'335	820'935	821'535	822'135	750'246
Differenz	**-0.15%**	**-0.07%**	**0.00%**	**+0.07%**	**+0.15%**	**-8.61%**

Tab. 14: Sensitivitätsanalyse Mietzinsausfallquote

Die Betriebskosten stellen in der Erfolgsrechnung einen wesentlichen Kostenblock dar. Die Senkung der Betriebskosten gehört zu den Kernaufgaben des Objektmanagements (entsprechende Massnahmen wurden unter Kapitel 4.3.3 erläutert). Eine Verbesserung des Musterportfolio-Kennwertes um +10.00% führt zu einem um +1.24% höheren Barwert. Wird im DCF-Modell der Benchmark als Betriebskostenquote eingesetzt, steigt der Barwert um +4.34%. Die einzelnen Resultate der Sensitivitätsanalyse sind in Tabelle 15 dargestellt (für die detaillierte Berechnung im DCF-Modell siehe Tabelle 21 im Anhang, Seite 51).

Sensitivitätsanalyse	-10.00%	-5.00%	Muster-portfolio	+5.00%	+10.00%	Bench-mark
Betriebskostenquote	.	.	.	.	.	6.29%
Barwert	810'734	815'834	820'935	826'036	831'136	856'604
Differenz	**-1.24%**	**-0.62%**	**0.00%**	**+0.62%**	**+1.24%**	**+4.34%**

Tab. 15: Sensitivitätsanalyse Betriebskostenquote

Die Instandhaltungskosten stellen zusammen mit den Betriebs- und Verwaltungskosten die Bewirtschaftungskosten dar. Instandhaltungskosten gehen zu Lasten des Eigentümers. Auch die Senkung der Instandhaltungskosten gehört zu den Kernaufgaben des Objektmanagements (entsprechende Massnahmen wurden unter Kapitel 4.3.3 erläutert). Eine Verbesserung der Kennzahl des Musterportfolios um +10.00 % steigert den Barwert um +0.46%. Wird im DCF-Modell der Benchmark als Instandhaltungsquote eingesetzt, steigt der Barwert um +2.08%. Die einzelnen Resultate der Sensitivitätsanalyse sind in Tabelle 16 dargestellt (für die detaillierte Berechnung im DCF-Modell siehe Tabelle 22 im Anhang, Seite 52).

Sensitivitätsanalyse	-10.00%	-5.00%	Muster-portfolio	+5.00%	+10.00%	Bench-mark
Instandhaltungsquote	.	.	.	.	.	1.97%
Barwert	817'152	819'044	820'935	822'826	824'718	838'028
Differenz	**-0.46%**	**-0.23%**	**0.00%**	**+0.23%**	**+0.46%**	**+2.08%**

Tab. 16: Sensitivitätsanalyse Instandhaltungsquote

Die Instandsetzungskosten fallen unregelmässig an und sind in der Regel wesentlich höher als die Instandhaltungskosten. Die Instandsetzungsstrategie ist Teil der Objektstrategie. Diese wird vom Objektmanagement definiert und kann somit entsprechend gesteuert werden. Die Instandsetzungsquote des Musterportfolios liegt zeitgewichtet bei 13.04%. Wird diese Kennzahl um +10.00% verbessert, steigt der Barwert um +0.91%. Wird im DCF-Modell der Benchmark als Instandsetzungsquote eingesetzt, steigt der

Barwert um +6.33%. Die einzelnen Resultate der Sensitivitätsanalyse sind in Tabelle 17 dargestellt (für die detaillierte Berechnung im DCF-Modell siehe Tabelle 23 im Anhang, Seite 53).

Sensitivitätsanalyse	-10.00%	-5.00%	Muster-portfolio	+5.00%	+10.00%	Bench-mark
Instandsetzungsquote	14.34%	13.69%	13.04%	12.39%	11.73%	7.51%
Barwert	800'910	807'782	820'935	821'525	828'396	872'869
Differenz	**-2.44%**	**-1.60%**	**0.00%**	**+0.07%**	**+0.91%**	**+6.33%**

Tab. 17: Sensitivitätsanalyse Instandsetzungsquote

Über die Verwaltungskostenquote lassen sich Rückschlüsse auf die Effizienz der Verwaltung ziehen. Wie bereits in Kapitel 5.2 erläutert, ist die Aussagekraft dieser Quote zu hinterfragen, da Inhalt und Leistungsumfang der Dienstleistungsverträge des Benchmarkportfolios nicht bekannt sind. Wird die Kennzahl des Musterportfolios um +10.00% verbessert, steigt der Barwert um +0.53%. Wird im DCF-Modell als Verwaltungskostenquote der Benchmark eingesetzt, steigt der Barwert um +1.86%. Die einzelnen Resultate der Sensitivitätsanalyse sind in Tabelle 18 dargestellt (für die detaillierte Berechnung im DCF-Modell siehe Tabelle 24 im Anhang, Seite 54).

Sensitivitätsanalyse	-10.00%	-5.00%	Muster-portfolio	+5.00%	+10.00%	Bench-mark
Verwaltungskostenquote	.	.	.	.	.	2.70%
Barwert	816'558	818'747	820'935	823'123	825'312	836'241
Differenz	**-0.53%**	**-0.27%**	**0.00%**	**+0.27%**	**+0.53%**	**+1.86%**

Tab. 18: Sensitivitätsanalyse Verwaltungskostenquote

Wird im DCF-Modell der Benchmark gleichzeitig als Betriebskosten- und Instandsetzungsquote eingesetzt, steigt der Barwert um +10.67% (für die detaillierte Berechnung im DCF-Modell siehe Tabelle 25 im Anhang, Seite 55).

5.4 Zusammenhang Resultate und Aufwand

Im vorangehenden Kapitel wurde aufgezeigt, welche Resultate durch die Leistung eines aktiven Objektmanagements erreicht werden können. Diese sind eine Folge der fachlichen Kenntnisse und Qualifikationen der Mitarbeitenden, der Effektivität der Entscheide und der Massnahmen sowie der Effizienz der Objektmanagementorganisation. Sie sind aber auch eine Folge des „Betreuungsaufwandes am Bestand", der durch das Objektmanagement getrieben wird. Es stellt sich somit die Frage, ob und welcher kausale Zusammenhang zwischen dem getriebenen Aufwand und dem erreichten Resultat besteht.[103] Die durchgeführten Analysen haben die grösste Sensitivität beim Wertsteigerungshebel Mietzinseinnahmen aufgezeigt. Durch aktives Vermietungsmanagement (als Kernaufgabe des Objektmanagements) können sowohl höhere Mietzinsen wie auch tiefere Mietzinsausfälle erzielt werden. Untersucht wird der Zusammenhang zwischen dem relativen Verwaltungsaufwand und der Höhe der erzielten Mietzinsen.[104] Als Bezugsgrösse für die Höhe der Mietzinsen werden die Mietzins-Quantilwerte verwendet. Besteht ein Zusammenhang, so werden bei steigendem relativen Verwaltungsaufwand steigende Mietzins-Quantilwerte erwartet. Abbildung 12 stellt die Korrelation zwischen dem Verwaltungsaufwand und den Mietzins-Quantilwerten dar. Aus der Grafik ist ersichtlich, dass bei steigenden Quantilwerten der Verwaltungsaufwand leicht sinkt. Das Bestimmtheitsmass ist mit $R^2 = 0.00421$ sehr tief, weshalb die erzielten Quantilwerte nur wenig mit dem relativen Verwaltungsaufwand erklärt werden können.

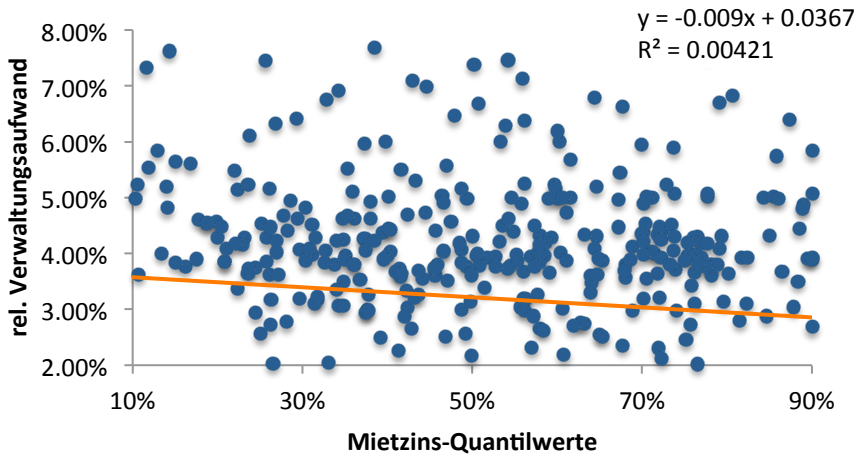

Abb. 12: Korrelation relativer Verwaltungsaufwand - Mietzins-Quantilwerte

[103] Die nachfolgenden Untersuchungen erfolgen auf der Basis des Datenmaterials des Gesamtportfolios.

[104] Das Gesamtportfolio beinhaltet nur wenige Neubauten, weshalb angenommen werden darf, dass es sich bei den Vermietungsaktivitäten zum grössten Teil um Wiedervermietungen handelt, welche in den Aufgabenbereich des Objektmanagements fallen.

Als Zweites wird der Zusammenhang zwischen dem relativen Verwaltungsaufwand und der Höhe der Ertragsausfälle untersucht. Als Bezugsgrösse für die Höhe der Ertragsausfälle wird die Leerstandsquote verwendet. Besteht ein Zusammenhang, so wird bei steigenden Leerstandsquoten ein steigender relativer Verwaltungsaufwand erwartet (d.h. es werden grössere Anstrengungen bei der Vermietung gemacht, um die Leerstandsquote zu senken). Abbildung 13 stellt die Korrelation zwischen dem relativen Verwaltungsaufwand und den Leerstandsquoten dar. Die Grafik bestätigt diesen Zusammenhang. Das Bestimmtheitsmass ist mit R^2 = 0.07249 sehr tief, weshalb die erzielten Leerstandsquoten nur wenig mit dem relativen Verwaltungsaufwand erklärt werden können.

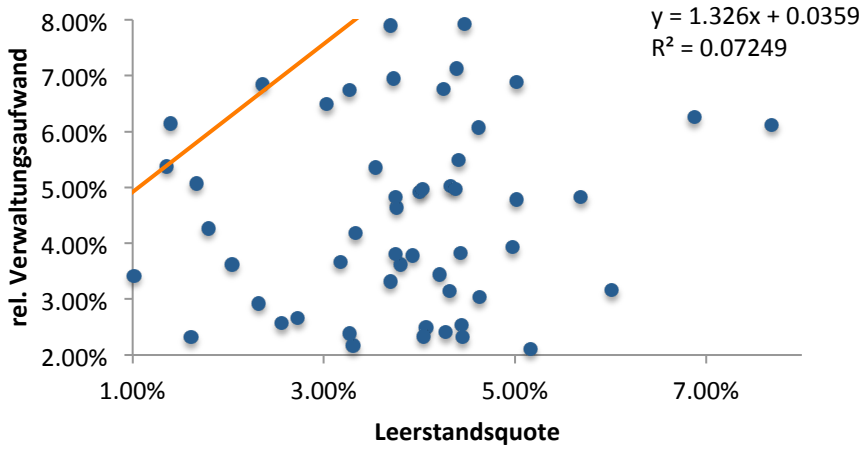

Abb. 13: Korrelation relativer Verwaltungsaufwand - Leerstandsquote

Durch aktives Objektmanagement können nicht nur die Einnahmen erhöht, sondern auch die durch den Eigentümer zu tragenden Kosten gesenkt werden. Es wird als Drittes der Zusammenhang zwischen dem relativen Verwaltungsaufwand und der Höhe der Betriebskosten untersucht. Die Verwaltungskosten selbst sind Teil der Betriebskosten, weshalb diese für diese Untersuchung bei den Betriebskosten in Abzug gebracht werden. Als Bezugsgrösse für die Höhe der Betriebskosten wird die um die Verwaltungskosten korrigierte Betriebskostenquote verwendet. Besteht ein Zusammenhang, so werden bei steigendem relativen Verwaltungsaufwand sinkende Betriebskostenquoten erwartet (d.h. es muss erhöhter Bewirtschaftungsaufwand getrieben werden, um die Betriebskosten zu senken). Abbildung 14 stellt die Korrelation zwischen dem relativen Verwaltungsaufwand und den korrigierten Betriebskostenquoten dar. Die Grafik kann diesen Zusammenhang nicht bestätigen. Das Bestimmtheitsmass ist mit R^2 = 0.17334 tief, weshalb die erzielten Betriebskostenquoten nur ungenügend mit dem relativen Verwaltungsaufwand erklärt werden können.

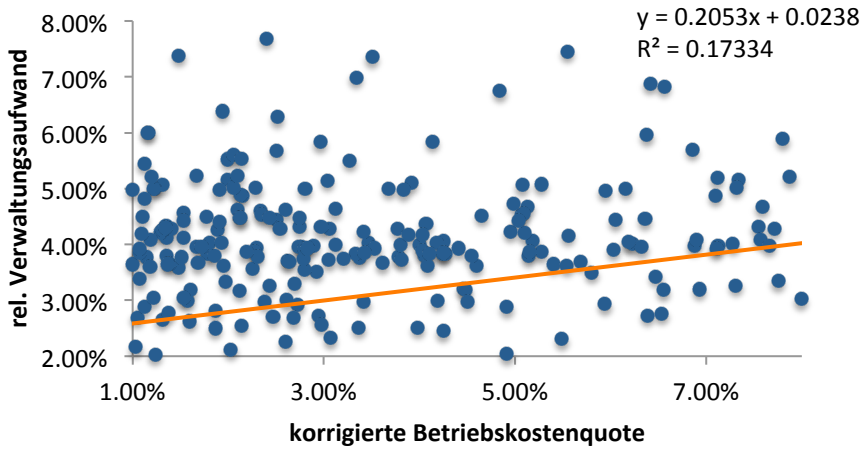

Abb. 14: Korrelation relativer Verwaltungsaufwand - korrigierte Betriebskostenquote

Sollen die Erträge aus Immobilien maximiert werden, ist es für institutionelle Investoren von grosser Bedeutung, dass das Objektmanagement seine Aufgaben bestmöglich erfüllt. Zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer können aber gemäss der Prinzipal-Agenten-Theorie Interessenskonflikte aufgrund der asymmetrischen Informationsverteilung entstehen. „Je weniger Informationen der Prinzipal über die Eigenschaften [...] oder die faktische Leistung des Agenten hat, desto grösser ist für den Prinzipal die Gefahr, dass der Agent nicht vereinbarungsgemäss handelt, sondern stattdessen seine eigenen, opportunistischen Interessen verfolgt. Der Prinzipal ist folglich mit dem Problem konfrontiert, wie der Vertrag zu gestalten ist, damit der Agent seinen vertraglichen Verpflichtungen [...] bestmöglich nachkommt.“[105]

Dem Auftraggeber stehen grundsätzlich zwei Möglichkeiten zur Verfügung, um diesem Problem entgegenzutreten. Er kann Kontrollmechanismen einführen, die allerdings Kosten verursachen und nur ex post wirken. Dies ist wenig zielführend. Oder er kann ein Vergütungssystem für den Agenten konstruieren, der die oben genannten Konflikte im Kern reduziert.[106] Im Grundsatz geht es darum, ein Anreizsystem für den Auftragnehmer zu schaffen, welches die Durchsetzung der Interessen des Auftraggebers fördert und unterstützt. Im Englischen wird dafür oft der Ausdruck „alignment of interests“ verwendet. „Kern eines Anreizsystems sollte [..] eine finanzielle Beteiligung [...] an der

[105] Alparslan 2006, S. 2
[106] Vgl. Kloess 1999, S. 189

Wertsteigerung des Vermögens sein."[107] Auch wenn es nicht das Ziel dieser Arbeit ist, Vergütungsmodelle für das Objektmanagement zu entwickeln, soll trotzdem kurz auf das in der Praxis sehr häufig anzutreffende Modell der Mietzinseinnahmen als Bezugsgrösse eingegangen werden.[108] Dabei erfolgt die Vergütung auf der Basis eines bestimmten Prozentsatzes der Mietzinseinnahmen. Wird der Mietzins (SOLL) als Bezugsgrösse verwendet, besteht kein Anreiz für das Objektmanagement, die Leerstände abzubauen. Wird jedoch der Mietzins (IST) als Basis vereinbart, ist ein Anreiz geschaffen. Allerdings berücksichtigt diese Bezugsgrösse nur die Einnahmeseite und ist überdies in Sektoren mit sehr tiefen Leerstandsquoten nicht geeignet. Trotzdem findet dieses Modell in der Praxis oft Verwendung. Besser sind Modelle, welche auch die Kostenseite *langfristig* berücksichtigen, damit nicht durch Zurückstellung von notwendigen Instandhaltungs- und Instandsetzungsmassnahmen die Ergebnisse kurzfristig zu positiv dargestellt und somit entsprechend höhere Vergütungen erzielt werden.

Dass eine Vergütung von Objektmanagementdienstleistungen oft mit den Mietzinseinnahmen als Bezugsgrösse Anwendung findet, kann vermutlich mit der Einfachheit des Modells erklärt werden. Dabei besteht aber die Gefahr, dass die Dienstleistung an sich als reiner Kostenblock empfunden wird, anstatt sie als relevanten und wertschöpfenden Beitrag innerhalb des Real Estate Investment Managements wahrzunehmen.

---

[107] Kloess 1999, S. 191

[108] Gemäss einer durch Rodelwald in Deutschland durchgeführten Befragung, verwenden 45% der Unternehmungen die Mietzinseinnahmen als Bezugsgrösse, gefolgt von 33%, welche das Objektvolumen als Bezugsgrösse verwenden. Vgl. Rodewald 2009, S. 40

6 Schlussbetrachtung

6.1 Fazit

Ziel der Arbeit war es, den Wertbeitrag der Dienstleistung Objektmanagement als Teil des Immobilienmanagements institutioneller Investoren zu untersuchen und darzustellen. Dabei ging es um die Frage, welchen Beitrag das Objektmanagement zur Optimierung der Performance durch Beeinflussung der Cash-Flows leisten kann. Methodisch wurde dies sowohl qualitativ wie auch quantitativ aufgezeigt; Qualitativ, indem die Dienstleistung Objektmanagement von anderen Immobilienmanagementdienstleistungen abgegrenzt, im Immobilienlebenszyklusmodell eingegliedert und dessen Leistungskatalog mit immobilienspezifischen Wertsteigerungshebeln verknüpft wurde. Damit konnte der Zusammenhang zwischen der Leistung und der Wertsteigerung dargestellt werden. Für den quantitativen Teil wurden ein DCF-Modell für ein konkretes Beispiel aufgebaut und damit Sensitivitätsanalysen und Vergleiche mit abgeleiteten Benchmarks angestellt. Die Sensitivitätsanalyse für den jeweils untersuchten Parameter zeigt das Mass der Beeinflussung des Barwertes durch ein aktives Objektmanagement auf, der Vergleich mit dem Benchmark das entsprechende Wertsteigerungspotential. Als Resultat dieser Analyse kann festgestellt werden, dass alle untersuchten Kennzahlen im DCF-Modell eine Sensitivität im Bezug auf den Barwert aufweisen und im Vergleich mit dem entsprechenden Benchmark teilweise ein erhebliches Steigerungspotential besteht. Den grössten Einzeleinfluss hat in dieser Untersuchung die Steigerung der Mieterträge (SOLL): eine Steigerung der Erträge ceteris paribus um +10.00% erhöht den Barwert des Musterportfolios um +12.84%. Beim Vergleich mit den Benchmarkkennzahlen hat die Mietzinsausfallsquote (wird im DCF-Modell der Benchmark als Mietzinsausfallquote ceteris paribus eingesetzt, fällt der Barwert des Musterportfolios um -8.61%), gefolgt von der Instandsetzungs- (+6.33%) und der Betriebskostenquote (+4.34%) den grössten Einfluss. Der Vergleich mit kombinierten Benchmarkkennzahlen steigert den Barwert des Musterportfolios zusätzlich (z.B. Benchmark als Betriebskosten- und Instandsetzungsquote: +10.67%). Der analysierte Zusammenhang zwischen den erreichbaren Resultaten und dem Betreuungsaufwand des Bestandes durch das Objektmanagement konnte im Rahmen der erfolgten Untersuchung nicht belegt werden.

6.2 Diskussion

Im Rahmen dieser Arbeit konnte qualitativ und im Einzelfall auch quantitativ dargestellt und bestätigt werden, dass durch die Dienstleistung eines aktiven Objektmanagements die Cash-Flows und somit der Marktwert von Immobilien massgeblich beeinflusst werden. Dies kann zu Wertsteigerungen von über zehn Prozent führen. Dies ist vor dem Hintergrund der enormen Mengen an langfristig gebundenem Kapital institutioneller Investoren von grosser Bedeutung und bestätigt die Relevanz des Themas. Das festgelegte methodische Vorgehen liefert allerdings in dem Sinne nur ein Teilresultat, als dass die quantitativen Untersuchungen nur anhand eines konkreten Beispiels durchgeführt wurden. Aus den gewonnenen Erkenntnissen dürfen deshalb keine allgemeingültigen Schlussfolgerungen abgeleitet werden. Dafür sind gross angelegte, weiterführende Untersuchungen notwendig.

Der analysierte Zusammenhang zwischen den erreichbaren Resultaten und dem Betreuungsaufwand des Objektmanagements konnte im Rahmen der erfolgten Untersuchung nicht belegt werden. Zu viele weitere Faktoren (z.B. Lage, Struktur und Alter eines Gebäudes, aber auch Sektor und Zyklus) bestimmen die erzielbaren Resultate, als dass sie eindimensional durch den relativen Verwaltungsaufwand des Objektmanagements erklärt werden könnten.

6.3 Ausblick

Die Arbeit leistet einen Beitrag in der Wahrnehmung und Positionierung der Dienstleistung Objektmanagement für institutionelle Investoren. Sie legt den Grundstein für weiterführende Forschungen hinsichtlich des Wertbeitrages des Objektmanagements. Dazu können Attributionsanalysen, die Verwendung zusätzlicher Kennzahlen (z.B. Immobilienmanagementaufwandquoten) anhand grosser Datensätze (z.B. IPD Total Return Indices) für verschiedene Sektoren über längere Zeiträume zur Erfassung zyklischer Effekte hilfreich sein. Aus der Sicht des Verfassers ist ferner auch eine vertiefte Analyse des Zusammenhangs zwischen dem Betreuungsaufwand des Objektmanagements und den erzielten Resultaten von Immobilienbeständen wünschenswert. Ziel ist die Schaffung von mehr Transparenz, sei dies im Einkauf, bei der Ausgestaltung von Anreizsystemen in Dienstleistungsverträgen oder bei der Beurteilung des Objektmanagements als relevanten und wertschöpfenden Beitrag innerhalb des Real Estate Investment Managements.

Anhang

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Exit
Mietertrag (SOLL)	**47'756**	**47'803**	**48'193**	**48'524**	**48'859**	**48'772**	**48'685**	**47'917**	**48'252**	**48'827**	**49'133**
Mietzinsausfälle	1'592	642	378	422	550	2'649	389	392	396	399	402
Mietzinsausfallquote nach SIA D 0213	3.33%	1.34%	0.78%	0.87%	1.12%	5.43%	0.80%	0.82%	0.82%	0.82%	0.82%
Mietertrag (IST)	**46'164**	**47'162**	**47'815**	**48'102**	**48'310**	**46'123**	**48'296**	**47'525**	**47'856**	**48'429**	**48'731**
Betriebskosten total inkl. Nebenkosten z.L. Eigentümer	2'823	2'838	2'866	2'890	2'915	2'901	2'908	2'889	2'914	2'949	2'973
in % des Mietertrag (IST)	6.12%	6.02%	5.99%	6.01%	6.03%	6.29%	6.02%	6.08%	6.09%	6.09%	6.10%
davon Verwaltungskosten	1'955	1'959	1'977	1'990	2'004	2'001	1'998	1'968	1'982	2'005	2'018
in % des Mietertrag (IST)	4.24%	4.15%	4.13%	4.14%	4.15%	4.34%	4.14%	4.14%	4.14%	4.14%	4.14%
Instandhaltungskosten	1'448	1'615	1'634	1'654	1'674	1'677	1'697	1'718	1'738	1'759	1'780
Instandhaltungsquote nach SIA D 0213	3.14%	3.42%	3.42%	3.44%	3.46%	3.64%	3.51%	3.61%	3.63%	3.63%	3.65%
Eigentümerkosten (nicht auf Mieter überwälzbar)	**4'271**	**4'453**	**4'500**	**4'544**	**4'589**	**4'578**	**4'606**	**4'607**	**4'652**	**4'708**	**4'753**
Betriebskostenquote nach SIA D 0213	9.25%	9.44%	9.41%	9.45%	9.50%	9.93%	9.54%	9.69%	9.72%	9.72%	9.75%
Nettoertrag	**41'893**	**42'709**	**43'315**	**43'558**	**43'721**	**41'545**	**43'690**	**42'918**	**43'204**	**43'721**	**43'979**
Instandsetzungskosten	13'960	6'685	10'442	1'202	4'652	6'253	2'382	12'002	502	0	5'915
Instandsetzungsquote nach SIA D 0213	30.24%	14.17%	21.84%	2.50%	9.63%	13.56%	4.93%	25.25%	1.05%	0.00%	12.14%
davon Anteil wertvermehrend	6'000	2'200	5'220	0	0	442	472	0	0	0	0
in % der Instandsetzungskosten	42.98%	32.91%	49.99%	0.00%	0.00%	7.07%	19.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBIT	**27'933**	**36'024**	**32'873**	**42'356**	**39'069**	**35'292**	**41'309**	**30'917**	**42'703**	**43'721**	**38'064**
Bruttorendite nach SIA D 0213	5.84%	5.95%	5.99%	6.03%	6.06%	5.78%	6.05%	5.95%	5.99%	6.06%	5.87%
Nettorendite nach SIA D 0213	5.30%	5.39%	5.43%	5.46%	5.48%	5.21%	5.47%	5.37%	5.41%	5.47%	5.30%
Marktwert	**790'249**	**792'449**	**797'669**	**797'669**	**797'669**	**798'111**	**798'583**	**798'583**	**798'583**	**798'583**	**830'509**
Ermittlung des Barwertes	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**
Abzinsungsfaktor auf mittlere Lauffrist	0.9774	0.9337	0.8919	0.8520	0.8139	0.7775	0.7427	0.7095	0.6777	0.6474	0.6327
Barwert EBIT	27'301	33'634	29'319	36'087	31'797	27'438	30'679	21'934	28'940	28'305	
Kapitalisierter Ertragwert											525'501
Barwert	**27'301**	**33'634**	**29'319**	**36'087**	**31'797**	**27'438**	**30'679**	**21'934**	**28'940**	**28'305**	**525'501**

alle Werte in CHF '000

Total Barwert **820'935**

		Sensitivitätsanalyse	**-10.00%**	**-5.00%**	**Muster-portfolio**	**+5.00%**	**+10.00%**	**Bench-mark**
		Mietzins (SOLL)	.	.	.	.	.	.
Diskontsatz	4.68%	Barwert	715'525	768'230	820'935	873'640	926'345	.
Kapitalisierungssatz	4.58%	**Differenz**	**-12.84%**	**-6.42%**	**0.00%**	**+6.42%**	**+12.84%**	**.**

Tab. 19: Bewertung Musterportfolio per 31.12.2010 (ausführliche Darstellung)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Exit
Mietertrag (SOLL)	**47'756**	**47'803**	**48'193**	**48'524**	**48'859**	**48'772**	**48'685**	**47'917**	**48'252**	**48'827**	**49'133**
Mietzinsausfälle	3'704	3'708	3'738	3'764	3'790	3'783	3'776	3'717	3'743	3'787	3'811
Mietzinsausfallquote nach SIA D 0213	7.76%	7.76%	7.76%	7.76%	7.76%	7.76%	7.76%	7.76%	7.76%	7.76%	7.76%
Mietertrag (IST)	**44'052**	**44'095**	**44'455**	**44'760**	**45'070**	**44'989**	**44'909**	**44'201**	**44'509**	**45'040**	**45'322**
Betriebskosten total inkl. Nebenkosten z.L. Eigentümer	2'823	2'838	2'866	2'890	2'915	2'901	2'908	2'889	2'914	2'949	2'973
in % des Mietertrag (IST)	6.41%	6.44%	6.45%	6.46%	6.47%	6.45%	6.48%	6.54%	6.55%	6.55%	6.56%
davon Verwaltungskosten	1'955	1'959	1'977	1'990	2'004	2'001	1'998	1'968	1'982	2'005	2'018
in % des Mietertrag (IST)	4.44%	4.44%	4.45%	4.45%	4.45%	4.45%	4.45%	4.45%	4.45%	4.45%	4.45%
Instandhaltungskosten	1'448	1'615	1'634	1'654	1'674	1'677	1'697	1'718	1'738	1'759	1'780
Instandhaltungsquote nach SIA D 0213	3.29%	3.66%	3.68%	3.70%	3.71%	3.73%	3.78%	3.89%	3.91%	3.91%	3.93%
Eigentümerkosten (nicht auf Mieter überwälzbar)	**4'271**	**4'453**	**4'500**	**4'544**	**4'589**	**4'578**	**4'606**	**4'607**	**4'652**	**4'708**	**4'753**
Betriebskostenquote nach SIA D 0213	9.70%	10.10%	10.12%	10.15%	10.18%	10.18%	10.26%	10.42%	10.45%	10.45%	10.49%
Nettoertrag	**39'781**	**39'643**	**39'954**	**40'216**	**40'481**	**40'412**	**40'303**	**39'594**	**39'857**	**40'333**	**40'570**
Instandsetzungskosten	13'960	6'685	10'442	1'202	4'652	6'253	2'382	12'002	502	0	5'915
Instandsetzungsquote nach SIA D 0213	31.69%	15.16%	23.49%	2.68%	10.32%	13.90%	5.30%	27.15%	1.13%	0.00%	13.05%
davon Anteil wertvermehrend	6'000	2'200	5'220	0	0	442	472	0	0	0	0
in % der Instandsetzungskosten	42.98%	32.91%	49.99%	0.00%	0.00%	7.07%	19.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBIT	**25'821**	**32'958**	**29'513**	**39'014**	**35'829**	**34'159**	**37'922**	**27'592**	**39'356**	**40'333**	**34'655**
Bruttorendite nach SIA D 0213	5.57%	5.56%	5.57%	5.61%	5.65%	5.64%	5.62%	5.53%	5.57%	5.64%	5.99%
Nettorendite nach SIA D 0213	5.03%	5.00%	5.01%	5.04%	5.07%	5.06%	5.05%	4.96%	4.99%	5.05%	5.37%
Marktwert	**790'249**	**792'449**	**797'669**	**797'669**	**797'669**	**798'111**	**798'583**	**798'583**	**798'583**	**798'583**	**756'129**
Ermittlung des Barwertes	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**
Abzinsungsfaktor auf mittlere Lauffrist	0.9774	0.9337	0.8919	0.8520	0.8139	0.7775	0.7427	0.7095	0.6777	0.6474	0.6327
Barwert EBIT	25'236	30'771	26'322	33'239	29'160	26'557	28'164	19'576	26'672	26'111	
diskontierter Residualwert											478'437
	25'236	**30'771**	**26'322**	**33'239**	**29'160**	**26'557**	**28'164**	**19'576**	**26'672**	**26'111**	**478'437**

alle Werte in CHF '000

Total Barwert **750'246**

Sensitivitätsanalyse	**-10.00%**	**-5.00%**	**Muster-portfolio**	**+5.00%**	**+10.00%**	**Bench-mark**
Mietzinsausfallquote	.	.	.	.	.	7.76%
Barwert	819'735	820'335	820'935	821'535	822'135	750'246
Differenz	**-0.15%**	**-0.07%**	**0.00%**	**+0.07%**	**+0.15%**	**-8.61%**

Diskontsatz	4.68%
Kapitalisierungssatz	4.58%

Tab. 20: Bewertung Musterportfolio per 31.12.2010, korrigiert mit Benchmark Mietzinsausfallquote

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Exit
Mietertrag (SOLL)	**47'756**	**47'803**	**48'193**	**48'524**	**48'859**	**48'772**	**48'685**	**47'917**	**48'252**	**48'827**	**49'133**
Mietzinsausfälle	1'592	642	378	422	550	2'649	389	392	396	399	402
Mietzinsausfallquote nach SIA D 0213	3.33%	1.34%	0.78%	0.87%	1.12%	5.43%	0.80%	0.82%	0.82%	0.82%	0.82%
Mietertrag (IST)	**46'164**	**47'162**	**47'815**	**48'102**	**48'310**	**46'123**	**48'296**	**47'525**	**47'856**	**48'429**	**48'731**
Betriebskosten total inkl. Nebenkosten z.L. Eigentümer	1'921	1'892	1'916	1'926	1'931	1'839	1'920	1'876	1'887	1'909	1'918
in % des Mietertrag (IST)	4.16%	4.01%	4.01%	4.00%	4.00%	3.99%	3.97%	3.95%	3.94%	3.94%	3.94%
davon Verwaltungskosten	1'330	1'306	1'322	1'326	1'328	1'269	1'319	1'278	1'283	1'298	1'302
in % des Mietertrag (IST)	2.88%	2.77%	2.76%	2.76%	2.75%	2.75%	2.73%	2.69%	2.68%	2.68%	2.67%
Instandhaltungskosten	985	1'077	1'093	1'102	1'109	1'064	1'120	1'115	1'125	1'139	1'149
Instandhaltungsquote nach SIA D 0213	2.13%	2.28%	2.29%	2.29%	2.30%	2.31%	2.32%	2.35%	2.35%	2.35%	2.36%
Eigentümerkosten (nicht auf Mieter überwälzbar)	**2'906**	**2'968**	**3'009**	**3'028**	**3'041**	**2'903**	**3'040**	**2'991**	**3'012**	**3'048**	**3'067**
Betriebskostenquote nach SIA D 0213	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%
Nettoertrag	**43'258**	**44'193**	**44'805**	**45'075**	**45'269**	**43'220**	**45'256**	**44'534**	**44'844**	**45'381**	**45'664**
Instandsetzungskosten	13'960	6'685	10'442	1'202	4'652	6'253	2'382	12'002	502	0	5'915
Instandsetzungsquote nach SIA D 0213	30.24%	14.17%	21.84%	2.50%	9.63%	13.56%	4.93%	25.25%	1.05%	0.00%	12.14%
davon Anteil wertvermehrend	6'000	2'200	5'220	0	0	442	472	0	0	0	0
in % der Instandsetzungskosten	42.98%	32.91%	49.99%	0.00%	0.00%	7.07%	19.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBIT	**29'298**	**37'508**	**34'364**	**43'873**	**40'618**	**36'967**	**42'875**	**32'532**	**44'343**	**45'381**	**39'750**
Bruttorendite nach SIA D 0213	5.84%	5.95%	5.99%	6.03%	6.06%	5.78%	6.05%	5.95%	5.99%	6.06%	5.62%
Nettorendite nach SIA D 0213	5.47%	5.58%	5.62%	5.65%	5.68%	5.42%	5.67%	5.58%	5.62%	5.68%	5.27%
Marktwert	**790'249**	**792'449**	**797'669**	**797'669**	**797'669**	**798'111**	**798'583**	**798'583**	**798'583**	**798'583**	**867'285**
Ermittlung des Barwertes	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**
Abzinsungsfaktor auf mittlere Lauffrist	0.9774	0.9337	0.8919	0.8520	0.8139	0.7775	0.7427	0.7095	0.6777	0.6474	0.6327
Barwert EBIT	28'635	35'020	30'649	37'379	33'057	28'740	31'842	23'080	30'052	29'379	
diskontierter Residualwert											548'771
	28'635	**35'020**	**30'649**	**37'379**	**33'057**	**28'740**	**31'842**	**23'080**	**30'052**	**29'379**	**548'771**

alle Werte in CHF '000

Total Barwert **856'604**

Sensitivitätsanalyse	**-10.00%**	**-5.00%**	**Muster-portfolio**	**+5.00%**	**+10.00%**	**Bench-mark**
Betriebskostenquote	.	.	.	.	.	6.29%
Barwert	810'734	815'834	820'935	826'036	831'136	856'604
Differenz	**-1.24%**	**-0.62%**	**0.00%**	**+0.62%**	**+1.24%**	**+4.34%**

Diskontsatz	4.68%
Kapitalisierungssatz	4.58%

Tab. 21: Bewertung Musterportfolio per 31.12.2010, korrigiert mit Benchmark Betriebskostenquote

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Exit
Mietertrag (SOLL)	**47'756**	**47'803**	**48'193**	**48'524**	**48'859**	**48'772**	**48'685**	**47'917**	**48'252**	**48'827**	**49'133**
Mietzinsausfälle	1'592	642	378	422	550	2'649	389	392	396	399	402
Mietzinsausfallquote nach SIA D 0213	3.33%	1.34%	0.78%	0.87%	1.12%	5.43%	0.80%	0.82%	0.82%	0.82%	0.82%
Mietertrag (IST)	**46'164**	**47'162**	**47'815**	**48'102**	**48'310**	**46'123**	**48'296**	**47'525**	**47'856**	**48'429**	**48'731**
Betriebskosten total inkl. Nebenkosten z.L. Eigentümer	2'823	2'838	2'866	2'890	2'915	2'901	2'908	2'889	2'914	2'949	2'973
in % des Mietertrag (IST)	6.12%	6.02%	5.99%	6.01%	6.03%	6.29%	6.02%	6.08%	6.09%	6.09%	6.10%
davon Verwaltungskosten	1'955	1'959	1'977	1'990	2'004	2'001	1'998	1'968	1'982	2'005	2'018
in % des Mietertrag (IST)	4.24%	4.15%	4.13%	4.14%	4.15%	4.34%	4.14%	4.14%	4.14%	4.14%	4.14%
Instandhaltungskosten	908	928	941	946	950	907	950	935	941	953	959
Instandhaltungsquote nach SIA D 0213	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%
Eigentümerkosten (nicht auf Mieter überwälzbar)	**3'732**	**3'765**	**3'806**	**3'836**	**3'865**	**3'808**	**3'858**	**3'824**	**3'855**	**3'901**	**3'931**
Betriebskostenquote nach SIA D 0213	8.08%	7.98%	7.96%	7.98%	8.00%	8.26%	7.99%	8.05%	8.06%	8.06%	8.07%
Nettoertrag	**42'432**	**43'396**	**44'009**	**44'266**	**44'445**	**42'315**	**44'438**	**43'701**	**44'001**	**44'528**	**44'800**
Instandsetzungskosten	13'960	6'685	10'442	1'202	4'652	6'253	2'382	12'002	502	0	5'915
Instandsetzungsquote nach SIA D 0213	30.24%	14.17%	21.84%	2.50%	9.63%	13.56%	4.93%	25.25%	1.05%	0.00%	12.14%
davon Anteil wertvermehrend	6'000	2'200	5'220	0	0	442	472	0	0	0	0
in % der Instandsetzungskosten	42.98%	32.91%	49.99%	0.00%	0.00%	7.07%	19.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBIT	**28'472**	**36'711**	**33'567**	**43'064**	**39'793**	**36'062**	**42'056**	**31'699**	**43'500**	**44'528**	**38'886**
Bruttorendite nach SIA D 0213	5.84%	5.95%	5.99%	6.03%	6.06%	5.78%	6.05%	5.95%	5.99%	6.06%	5.74%
Nettorendite nach SIA D 0213	5.37%	5.48%	5.52%	5.55%	5.57%	5.30%	5.56%	5.47%	5.51%	5.58%	5.28%
Marktwert	**790'249**	**792'449**	**797'669**	**797'669**	**797'669**	**798'111**	**798'583**	**798'583**	**798'583**	**798'583**	**848'435**
Ermittlung des Barwertes	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**
Abzinsungsfaktor auf mittlere Lauffrist	0.9774	0.9337	0.8919	0.8520	0.8139	0.7775	0.7427	0.7095	0.6777	0.6474	0.6327
Barwert EBIT	27'828	34'275	29'938	36'690	32'386	28'037	31'234	22'489	29'480	28'827	
diskontierter Residualwert											536'844
	27'828	**34'275**	**29'938**	**36'690**	**32'386**	**28'037**	**31'234**	**22'489**	**29'480**	**28'827**	**536'844**

alle Werte in CHF '000

Total Barwert **838'028**

Sensitivitätsanalyse	**-10.00%**	**-5.00%**	**Muster-portfolio**	**+5.00%**	**+10.00%**	**Bench-mark**
Instandhaltungsquote	.	.	.	.	.	1.97%
Barwert	817'152	819'044	820'935	822'826	824'718	838'028
Differenz	**-0.46%**	**-0.23%**	**0.00%**	**+0.23%**	**+0.46%**	**+2.08%**

Diskontsatz	4.68%
Kapitalisierungssatz	4.58%

Tab. 22: Bewertung Musterportfolio per 31.12.2010, korrigiert mit Benchmark Instandhaltungsquote

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Exit
Mietertrag (SOLL)	**47'756**	**47'803**	**48'193**	**48'524**	**48'859**	**48'772**	**48'685**	**47'917**	**48'252**	**48'827**	**49'133**
Mietzinsausfälle	1'592	642	378	422	550	2'649	389	392	396	399	402
Mietzinsausfallquote nach SIA D 0213	3.33%	1.34%	0.78%	0.87%	1.12%	5.43%	0.80%	0.82%	0.82%	0.82%	0.82%
Mietertrag (IST)	**46'164**	**47'162**	**47'815**	**48'102**	**48'310**	**46'123**	**48'296**	**47'525**	**47'856**	**48'429**	**48'731**
Betriebskosten total inkl. Nebenkosten z.L. Eigentümer	2'823	2'838	2'866	2'890	2'915	2'901	2'908	2'889	2'914	2'949	2'973
in % des Mietertrag (IST)	6.12%	6.02%	5.99%	6.01%	6.03%	6.29%	6.02%	6.08%	6.09%	6.09%	6.10%
davon Verwaltungskosten	1'955	1'959	1'977	1'990	2'004	2'001	1'998	1'968	1'982	2'005	2'018
in % des Mietertrag (IST)	4.24%	4.15%	4.13%	4.14%	4.15%	4.34%	4.14%	4.14%	4.14%	4.14%	4.14%
Instandhaltungskosten	1'448	1'615	1'634	1'654	1'674	1'677	1'697	1'718	1'738	1'759	1'780
Instandhaltungsquote nach SIA D 0213	3.14%	3.42%	3.42%	3.44%	3.46%	3.64%	3.51%	3.61%	3.63%	3.63%	3.65%
Eigentümerkosten (nicht auf Mieter überwälzbar)	**4'271**	**4'453**	**4'500**	**4'544**	**4'589**	**4'578**	**4'606**	**4'607**	**4'652**	**4'708**	**4'753**
Betriebskostenquote nach SIA D 0213	9.25%	9.44%	9.41%	9.45%	9.50%	9.93%	9.54%	9.69%	9.72%	9.72%	9.75%
Nettoertrag	**41'893**	**42'709**	**43'315**	**43'558**	**43'721**	**41'545**	**43'690**	**42'918**	**43'204**	**43'721**	**43'979**
Instandsetzungskosten	3'469	3'544	3'593	3'615	3'630	3'466	3'629	3'571	3'596	3'639	3'662
Instandsetzungsquote nach SIA D 0213	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%
davon Anteil wertvermehrend	1'491	1'166	1'796	0	0	245	719	0	0	0	0
in % der Instandsetzungskosten	42.98%	32.91%	49.99%	0.00%	0.00%	7.07%	19.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBIT	**38'424**	**39'165**	**39'722**	**39'943**	**40'090**	**38'079**	**40'061**	**39'347**	**39'608**	**40'082**	**40'317**
Bruttorendite nach SIA D 0213	5.84%	5.96%	6.03%	6.06%	6.09%	5.81%	6.08%	5.98%	6.03%	6.10%	5.54%
Nettorendite nach SIA D 0213	5.30%	5.40%	5.46%	5.49%	5.51%	5.24%	5.50%	5.40%	5.44%	5.51%	5.00%
Marktwert	**790'249**	**791'415**	**793'212**	**793'212**	**793'212**	**793'457**	**794'176**	**794'176**	**794'176**	**794'176**	**879'657**
Ermittlung des Barwertes	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**
Abzinsungsfaktor auf mittlere Lauffrist	0.9774	0.9337	0.8919	0.8520	0.8139	0.7775	0.7427	0.7095	0.6777	0.6474	0.6327
Barwert EBIT	37'554	36'566	35'427	34'031	32'628	29'605	29'752	27'915	26'843	25'949	
diskontierter Residualwert											556'599
	37'554	**36'566**	**35'427**	**34'031**	**32'628**	**29'605**	**29'752**	**27'915**	**26'843**	**25'949**	**556'599**

alle Werte in CHF '000

Total Barwert **872'869**

Diskontsatz	4.68%
Kapitalisierungssatz	4.58%

Sensitivitätsanalyse	**-10.00%**	**-5.00%**	**Muster-portfolio**	**+5.00%**	**+10.00%**	**Bench-mark**
Instandsetzungsquote	14.34%	13.69%	13.04%	12.39%	11.73%	7.51%
Barwert	800'910	807'782	820'935	821'525	828'396	872'869
Differenz	**-2.44%**	**-1.60%**	**0.00%**	**+0.07%**	**+0.91%**	**+6.33%**

Tab. 23: Bewertung Musterportfolio per 31.12.2010, korrigiert mit Benchmark Instandsetzungsquote

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Exit
Mietertrag (SOLL)	**47'756**	**47'803**	**48'193**	**48'524**	**48'859**	**48'772**	**48'685**	**47'917**	**48'252**	**48'827**	**49'133**
Mietzinsausfälle	1'592	642	378	422	550	2'649	389	392	396	399	402
Mietzinsausfallquote nach SIA D 0213	3.33%	1.34%	0.78%	0.87%	1.12%	5.43%	0.80%	0.82%	0.82%	0.82%	0.82%
Mietertrag (IST)	**46'164**	**47'162**	**47'815**	**48'102**	**48'310**	**46'123**	**48'296**	**47'525**	**47'856**	**48'429**	**48'731**
Betriebskosten total inkl. Nebenkosten z.L. Eigentümer	2'115	2'152	2'180	2'198	2'215	2'145	2'214	2'204	2'224	2'251	2'270
in % des Mietertrag (IST)	4.58%	4.56%	4.56%	4.57%	4.58%	4.65%	4.58%	4.64%	4.65%	4.65%	4.66%
davon Verwaltungskosten	1'246	1'273	1'291	1'299	1'304	1'245	1'304	1'283	1'292	1'308	1'316
in % des Mietertrag (IST)	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%
Instandhaltungskosten	1'448	1'615	1'634	1'654	1'674	1'677	1'697	1'718	1'738	1'759	1'780
Instandhaltungsquote nach SIA D 0213	3.14%	3.42%	3.42%	3.44%	3.46%	3.64%	3.51%	3.61%	3.63%	3.63%	3.65%
Eigentümerkosten (nicht auf Mieter überwälzbar)	**3'562**	**3'767**	**3'814**	**3'852**	**3'889**	**3'822**	**3'911**	**3'922**	**3'962**	**4'010**	**4'051**
Betriebskostenquote nach SIA D 0213	7.72%	7.99%	7.98%	8.01%	8.05%	8.29%	8.10%	8.25%	8.28%	8.28%	8.31%
Nettoertrag	**42'602**	**43'395**	**44'000**	**44'250**	**44'421**	**42'301**	**44'385**	**43'603**	**43'894**	**44'419**	**44'681**
Instandsetzungskosten	13'960	6'685	10'442	1'202	4'652	6'253	2'382	12'002	502	0	5'915
Instandsetzungsquote nach SIA D 0213	30.24%	14.17%	21.84%	2.50%	9.63%	13.56%	4.93%	25.25%	1.05%	0.00%	12.14%
davon Anteil wertvermehrend	6'000	2'200	5'220	0	0	442	472	0	0	0	0
in % der Instandsetzungskosten	42.98%	32.91%	49.99%	0.00%	0.00%	7.07%	19.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBIT	**28'642**	**36'710**	**33'559**	**43'048**	**39'769**	**36'048**	**42'003**	**31'601**	**43'393**	**44'419**	**38'766**
Bruttorendite nach SIA D 0213	5.84%	5.95%	5.99%	6.03%	6.06%	5.78%	6.05%	5.95%	5.99%	6.06%	5.76%
Nettorendite nach SIA D 0213	5.39%	5.48%	5.52%	5.55%	5.57%	5.30%	5.56%	5.46%	5.50%	5.56%	5.28%
Marktwert	**790'249**	**792'449**	**797'669**	**797'669**	**797'669**	**798'111**	**798'583**	**798'583**	**798'583**	**798'583**	**845'829**
Ermittlung des Barwertes	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**
Abzinsungsfaktor auf mittlere Lauffrist	0.9774	0.9337	0.8919	0.8520	0.8139	0.7775	0.7427	0.7095	0.6777	0.6474	0.6327
Barwert EBIT	27'994	34'274	29'931	36'676	32'367	28'026	31'195	22'420	29'408	28'756	
diskontierter Residualwert											535'195
	27'994	**34'274**	**29'931**	**36'676**	**32'367**	**28'026**	**31'195**	**22'420**	**29'408**	**28'756**	**535'195**

alle Werte in CHF '000

Total Barwert **836'241**

Sensitivitätsanalyse	**-10.00%**	**-5.00%**	**Muster-portfolio**	**+5.00%**	**+10.00%**	**Bench-mark**
Verwaltungskostenquote	.	.	.	.	.	2.70%
Barwert	816'558	818'747	820'935	823'123	825'312	836'241
Differenz	**-0.53%**	**-0.27%**	**0.00%**	**+0.27%**	**+0.53%**	**+1.86%**

Diskontsatz	4.68%
Kapitalisierungssatz	4.58%

Tab. 24: Bewertung Musterportfolio per 31.12.2010, korrigiert mit Benchmark Verwaltungskostenquote

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Exit
Mietertrag (SOLL)	**47'756**	**47'803**	**48'193**	**48'524**	**48'859**	**48'772**	**48'685**	**47'917**	**48'252**	**48'827**	**49'133**
Mietzinsausfälle	1'592	642	378	422	550	2'649	389	392	396	399	402
Mietzinsausfallquote nach SIA D 0213	3.33%	1.34%	0.78%	0.87%	1.12%	5.43%	0.80%	0.82%	0.82%	0.82%	0.82%
Mietertrag (IST)	**46'164**	**47'162**	**47'815**	**48'102**	**48'310**	**46'123**	**48'296**	**47'525**	**47'856**	**48'429**	**48'731**
Betriebskosten total inkl. Nebenkosten z.L. Eigentümer	1'921	1'892	1'916	1'926	1'931	1'839	1'920	1'876	1'887	1'909	1'918
in % des Mietertrag (IST)	4.16%	4.01%	4.01%	4.00%	4.00%	3.99%	3.97%	3.95%	3.94%	3.94%	3.94%
davon Verwaltungskosten	1'330	1'306	1'322	1'326	1'328	1'269	1'319	1'278	1'283	1'298	1'302
in % des Mietertrag (IST)	2.88%	2.77%	2.76%	2.76%	2.75%	2.75%	2.73%	2.69%	2.68%	2.68%	2.67%
Instandhaltungskosten	985	1'077	1'093	1'102	1'109	1'064	1'120	1'115	1'125	1'139	1'149
Instandhaltungsquote nach SIA D 0213	2.13%	2.28%	2.29%	2.29%	2.30%	2.31%	2.32%	2.35%	2.35%	2.35%	2.36%
Eigentümerkosten (nicht auf Mieter überwälzbar)	**2'906**	**2'968**	**3'009**	**3'028**	**3'041**	**2'903**	**3'040**	**2'991**	**3'012**	**3'048**	**3'067**
Betriebskostenquote nach SIA D 0213	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%
Nettoertrag	**43'258**	**44'193**	**44'805**	**45'075**	**45'269**	**43'220**	**45'256**	**44'534**	**44'844**	**45'381**	**45'664**
Instandsetzungskosten	3'469	3'544	3'593	3'615	3'630	3'466	3'629	3'571	3'596	3'639	3'662
Instandsetzungsquote nach SIA D 0213	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%	7.51%
davon Anteil wertvermehrend	1'491	1'166	1'796	0	0	245	719	0	0	0	0
in % der Instandsetzungskosten	42.98%	32.91%	49.99%	0.00%	0.00%	7.07%	19.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBIT	**39'789**	**40'649**	**41'212**	**41'460**	**41'639**	**39'754**	**41'627**	**40'962**	**41'248**	**41'741**	**42'002**
Bruttorendite nach SIA D 0213	5.84%	5.96%	6.03%	6.06%	6.09%	5.81%	6.08%	5.98%	6.03%	6.10%	5.32%
Nettorendite nach SIA D 0213	5.47%	5.58%	5.65%	5.68%	5.71%	5.45%	5.70%	5.61%	5.65%	5.71%	4.98%
Marktwert	**790'249**	**791'415**	**793'212**	**793'212**	**793'212**	**793'457**	**794'176**	**794'176**	**794'176**	**794'176**	**916'433**
Ermittlung des Barwertes	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**
Abzinsungsfaktor auf mittlere Lauffrist	0.9774	0.9337	0.8919	0.8520	0.8139	0.7775	0.7427	0.7095	0.6777	0.6474	0.6327
Barwert EBIT	38'889	37'952	36'756	35'323	33'888	30'907	30'915	29'061	27'954	27'023	
diskontierter Residualwert											579'870
	38'889	**37'952**	**36'756**	**35'323**	**33'888**	**30'907**	**30'915**	**29'061**	**27'954**	**27'023**	**579'870**

				alle Werte in CHF '000					**Total Barwert**		**908'538**
				Sensitivitätsanalyse		**-10.00%**	**-5.00%**	**Muster-portfolio**	**+5.00%**	**+10.00%**	**Bench-mark**
				.		.	.	.	.	.	.
Diskontsatz	4.68%			Barwert	.	.		820'935	.	.	908'538
Kapitalisierungssatz	4.58%			**Differenz**	**.**	**.**		**0.00%**	**.**	**.**	**+10.67%**

Tab. 25: Bewertung Musterportfolio per 31.12.2010, gleichzeitig korrigiert mit Benchmark Betriebskosten- und Instandsetzungsquote

Literaturverzeichnis

Alparslan, A. (2006): Strukturalistische Prinzipal-Agent-Theorie: Eine Reformulierung der Hidden-Action-Modelle aus der Perspektive des Strukturalismus, in: Corsten, H. / Reiss, M. / Steinle, C. / Zelewski, S. (Hrsg.): Information - Organisation - Produktion, Wiesbaden 2006 (zgl. Diss. Universität Duisburg-Essen 2005)

Bischoff, J. (1994): Das Shareholder-Value-Konzept: Darstellung - Probleme - Handhabungsmöglichkeiten, Wiesbaden 1994

Bone-Winkel, S. / Thomas, M. / Allendorf, G. J. / Walbröhl, V. / Kurzrock, B.-M. (2008): Immobilien-Portfoliomanagement, in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band I, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 4. Auflage, München 2008, S. 779-843

BVI Lexikon (2011), o. S., online verfügbar unter: http://www.bvi.de/de/sonderseiten/faqs/index.html [abgerufen am 04.05.2011]

gif, Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e. V. (2004): Richtlinie Definition und Leistungskatalog Real Estate Investment Management, Wiesbaden 2004

Göötz, R. (2010): Neue Anforderungen an Asset Manager durch den Kapitalmarkt, in: Immobilien & Finanzierung, (2010)21, S. 764-767

Graaskamp, J. A. (1972): A Rationale Approach to Feasibility Analysis, in: The Appraisal Journal, (1972)10, S. 513-521

Hens, M. (1999): Marktwertorientiertes Management von Unternehmensimmobilie, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Band 13 der Schriften der Immobilienökonomie, Köln 1999

Henzelmann, T. / Schweiger, M. (2003): Schwachstellen Vertriebseffizienz, in: Immobilienmanager, (2003)12, S. 12-14

Jürgensonn, I. / Schäfers, W. (1998): Ansätze zur Shareholder Value-Analyse im Corporate Real Estate Management, in: Schulte, K.-W. / Schäfers, W. (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Köln 1998, S. 815-856

Kämpf-Dern, A. / Pfnür, A. (2009): Grundkonzept des Immobilienmanagements. Ein Vorschlag zur Strukturierung immobilienwirtschaftlicher Managementaufgaben, in: Pfnür, A. (Hrsg.): Arbeitspapiere zur immobilienwirtschaftlichen Forschung und Praxis, Band Nr. 14, Darmstadt 2009

Kämpf-Dern, A. (2009): Immobilienwirtschaftliche Managementebenen und -aufgaben. Definitions- und Leistungskatalog des Immobilienmanagements, in: Pfnür, A. (Hrsg.): Arbeitspapiere zur immobilienwirtschaftlichen Forschung und Praxis, Band Nr. 15, Darmstadt 2009

Kloess, S. G.C. (1999): Konzeption eines Aktiven Immobilien-Managements als Dienstleistung für institutionelle Investoren: kritische Erfolgsfaktoren einer zukunftsorientierten Dienstleistung, in Geiger, H. / Hirszowicz, C. / Kilgus, E. / Volkart, R. / Bernet, B. / Grünbichler, A. / Spremann, K. / Zimmermann, H. (Hrsg.): Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Band 294, Bern, Stuttgart, Wien 1999 (zugl. Diss. Universität St. Gallen 1999)

Koller, T. (1994): What is Value-Based Management? In: The McKinsey Quarterly, (1994)3, S. 87-101

Lehner, C. (2010): Erfolgreiches Portfolio- und Asset Management für Immobilienunternehmen – Die 8 Werthebel, Wiesbaden 2010 (zugl. Diss. Universität Freiburg im Breisgau 2010)

OR der Schweiz (2011), o. S., online verfügbar unter: http://www.admin.ch/ch/d/sr/220/a257a.html [abgerufen am 28.06.2011]

o. V. dokumentation sia d 0165 (2000): kennzahlen im immobilienmanagement, Zürich 2000

o. V. Dokumentation SIA D 0213 (2005): Finanzkennzahlen für Immobilien, Zürich 2005

o. V. Norm SIA 469 (1997): Erhaltung von Bauwerken, Zürich 1997

o. V. The Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), Chapter Switzerland (2007): Swiss Valuation Standards (SVS) – Best Practice of Real Estate Valuation in Switzerland, Zürich 2007

Menz, S. (2009): Drei Bücher über den Bauprozess, Zürich 2009

Pfleiderer, G. / Schanz, S. (2007): Zauberformel Asset Management?, in: Beyerle, T. (Hrsg.): DEGI Research – ImmobilienFOKUS (2007)11

Pyhrr, S. A. / Cooper, J. R. / Wofford, L. E. / Kapplin, S. D. / Lapides, P. D. (1989): Real Estate Investment: Strategy, Analysis, Decisions, 2. Ausgabe, New York 1989

Rappaport, A. (1986): Shareholder Value: The New Standard for Business Performance, New York und London 1986

Rappaport, A. (1999): Shareholder Value – Ein Handbuch für Manager und Investoren, Stuttgart 1999

Rodewald, K. (2009): Portfolio-, Asset- und Property Management, Hamburg 2009

Schreier, M. / Schneider, N. (1999): Schablonenhafte Strategien dürfen nicht zur Anwendung gelangen – Die Unternehmensressource Immobilie braucht Managementstrategien, in: Immobilien Zeitung (1999)9, S. 9

Schweiger, M. (2007): Immobilienmanagement – Best Practice – Steuerung von Konzernimmobiliengesellschaften mit wertorientierten Balanced Scorecards, in: Lück W. (Hrsg.): Schriftenreihe Managementorientierte Betriebswirtschaft – Konzepte, Strategien, Methoden – , Band 8, Sternenfels 2007 (zugl. Diss. Technische Universität München 2006)

Schulte, K.-W. / Holzmann, C. (2008): Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band I, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 4. Auflage, München 2008, S. 169-205

Teichmann, S. A. (2007): Bestimmung und Abgrenzung von Managementdisziplinen im Kontext des Immobilien- und Facilities Managements, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie (2007)2, S. 5-37

Voggereiter, D. / Jochen, M. (2002): Der kombinierte Einsatz von Wertmanagement und Balanced Scorecard, in: Controlling (2002)11, S. 615-621

Walbröhl, V. (2001): Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger – eine Untersuchung am Beispiel deutscher Lebensversicherungsunternehmungen und Pensionskassen, in: Schulte K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 15, Köln 2001

Wagner, T. (2005): Warum ausländische Investoren eigene Verwalter mitbringen ..., in: Immobilienwirtschaft (2005)12 – (2006)1, S. 57-59

Wellner, K. (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems - Zur Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen diversifizierter Immobilien-Portfolios, in: Pelzl, W. (Hrsg.): Reihe Immobilienmanagement, Band 3, Norderstedt 2003 (zugl. Diss. Universität Leipzig 2002)

Wildemann, H. (2001): Wertsteigerung von Unternehmen: Mit welchen Methoden?, in Wildemann, H. (Hrsg.): Wertsteigerungen von Unternehmen: Mit welchen Methoden? Tagungsband Münchner Management Kolloquium 27. Und 28. März 2001, München 2001

Wüest & Partner AG (2011): Immo-Monitoring 2011/2 Frühlingsausgabe, Zürich 2011

Ziola, J. (2010): Entwicklung eines Ebenen-Modells und Leistungskatalogs für das Immobilien-Investment-Management anhand einer empirischen Studie, in: Zeitner, R. / Peyinghaus, M. (Hrsg.): Discussion Paper des Fachbereiches Ingenieurwissenschaften im Studiengang Facility Management Nr. 2010 – 2, Berlin 2010

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit

Der Wertbeitrag des Objektmanagements
in der Wertkette des Immobilienmanagements

selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe. Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, habe ich in jedem einzelnen Falle durch Angabe der Quelle (auch der verwendeten Sekundärliteratur) als Entlehnung kenntlich gemacht.

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

Zürich, den 12. August 2011

Primo Bianchi