

## Neuer Service der «Schweizer Personalvorsorge»

# Benchmarking im Immobilien-Investment

Die Messung des Erfolgs von Immobilienanlagen erscheint ungleich schwieriger als diejenige anderer Anlagen. Die «Schweizer Personalvorsorge» stellt deshalb in dieser Ausgabe Benchmarks für Schweizer Immobilienanlagen vor. In der kommenden Ausgabe werden solche für ausländische Immobilienanlagen eingeführt. Die Benchmarks werden zukünftig halbjährlich in aktualisierter und kurz kommentierter Form publiziert.

Bis vor wenigen Jahren bildeten die Mieteinkommen, die «Renditen», den Fokus von Immobilienanlagen. Die Wertentwicklung wurde nicht zuletzt infolge kostenorientierter Rechnungslegung bis zum Zeitpunkt des effektiven Verkaufs und der Realisierung von unter Umständen erheblichen Buchgewinnen oder -verlusten ausser Acht gelassen. Damit blieben Fehlinvestitionen, die beispielsweise aus Angst vor einem vermeintlichen Sanierungsstau getätigt wurden, häufig unentdeckt. Erst ab dem Jahr 2004 wurde mit der Einführung von Swiss GAAP FER 26 auch den Pensionskassen ein marktorientiertes Reporting der Wertentwicklung von Immobilienanlagen auferlegt.

Während sich der Total Return weltweit als Mass zur objektiven Ermittlung der Performance von Immobilieninvestitionen durchgesetzt hat, ist ein einheitliches Risikomass für nicht kotierte Immobilienanlagen nicht in Sichtweite.

Die Volatilität – üblicherweise gemessen als Standardabweichung einer historischen Performance – wird durch die Illiquidität nicht kotierter Anlagen in einem kaum quantifizierbaren Ausmass gemildert (geglättet). Insbesondere die auf Immobilienbewertungen basierten Risikoanalysen wurden deshalb oft kritisiert. Mittlerweile wurde allerdings erkannt, dass die massgebenden Wertverschiebungen in einem über mehrere Jahre anhaltenden Trend (Autokorrelation) liegen, dem auch die Im-

mobilienerwerber folgen. So kam es zu einer gewissen Rehabilitierung bewertungsbasierter Indizes. Das Problem der Risikomessung ist damit aber nicht gelöst.

### Preis- beziehungsweise Wertentwicklung Schweizer Immobilienanlagen

Grafik 1 (siehe Seite 77) zeigt die Entwicklung der Transaktionspreise (IAZI Investment Real Estate Price Index) gegenüber der Wertentwicklung von Schweizer Rendite-Liegenschaften, wie sie von Immobilienbewertern ermittelt wird (Capital Growth des IPD All Property Switzerland). Zunächst ist augenfällig, dass der transaktionsbasierte IAZI-Index wie erwartet wesentlich volatil ist als die bewertungs-basierte Wertentwicklung des IPD-Index. Erstaunlicher als die höheren Schwankungen ist allerdings die markant höhere Wachstumsrate des IAZI-Index gegenüber der Wertentwicklung der Anlagen im IPD-Index. Während die Anlagewerte über den abgebildeten Zeitraum von 2002 bis 2009 insgesamt um etwa 7 Prozent gewachsen sind, legten die Transaktionspreise über die acht Jahre hinweg 24 Prozent zu. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die beiden Indizes ein regional und sektorial unterschiedliches Anlageuniversum abbilden. Zudem ist der IAZI-Index ein richtiger, das

heisst qualitätsbereinigter Preisindex, während bei der IPD-Wertentwicklung lediglich die als wertvermehrend erfassten Aufwendungen (Aktivierungen) von der Gesamtwertentwicklung subtrahiert werden.

Dennoch kann aufgrund des Ausmasses der Abweichungen vermutet werden, dass es in den letzten Jahren zusehend schwieriger wurde, zu den Werten der handelsüblichen Bewertungen einzukaufen, was wiederum die Frage aufwirft, ob die

### In Kürze

- > Für das Benchmarking von Immobilienanlagen ist zunächst zwischen kotierten und nicht kotierten Anlagen zu unterscheiden
- > Bei den nicht kotierten Anlagen ist wiederum zwischen der Performance der Liegenschaften selbst und derjenigen der Anlagegefässe zu unterscheiden

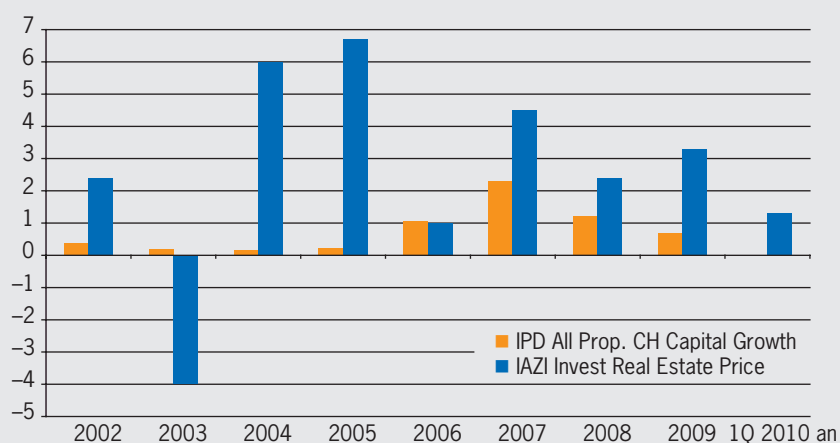
Bewertungen den Markt adäquat widerspiegeln. Die auf ein Jahr hochgerechnete Preisentwicklung des IAZI-Index für das erste Quartal 2010 lässt auch für das laufende Jahr eine leicht positive Preisentwicklung erahnen. Da der IPD-Index nur jährlich ermittelt wird, fehlt bei der Wertentwicklung eine entsprechende Indikation für 2010.

### Autor

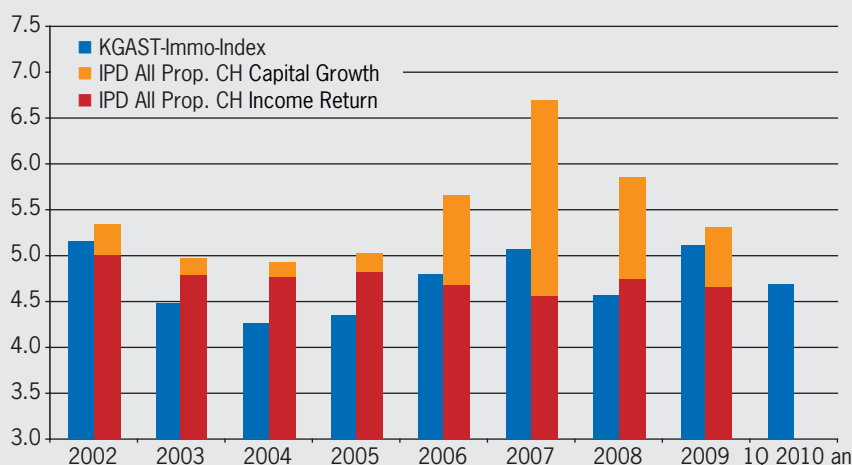
**Andreas Loepfe**  
Geschäftsführer  
Inreim AG



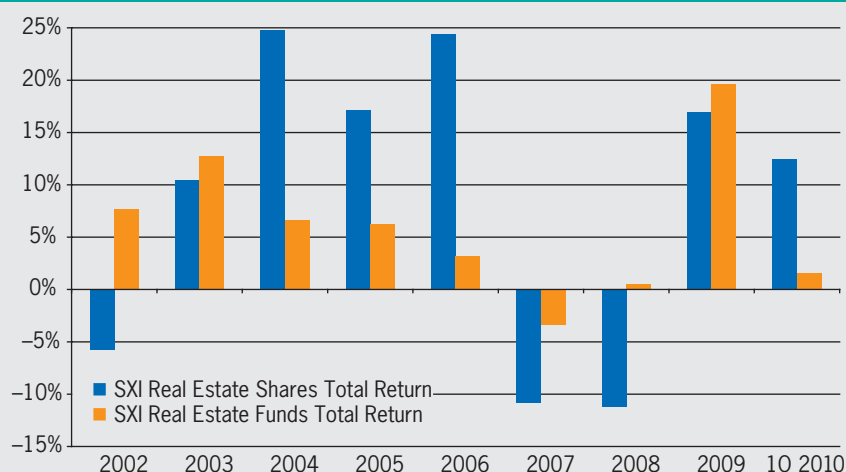
**Grafik 1: Entwicklung von Preisen und Werten von Schweizer Rendite-Liegenschaften**



**Grafik 2: Benchmarks für nicht kotierte Schweizer Immobilienanlagen**



**Grafik 3: Benchmarks für in der Schweiz kotierte Immobilienanlagen**



**Benchmarks für nicht kotierte Schweizer Immobilienanlagen**

Die wichtigste öffentlich publizierte Benchmark für Immobilien-Direktanlagen ist der IPD/Wüest & Partner-Schweizer-Immobilien-Index. Im Gegensatz zur oben

diskutierten reinen Wertentwicklung wird zur Messung der wirtschaftlichen Leistung wie erwähnt der Total Return als Summe des Income Return (Netto-Cashflow-Rendite) und des Capital Growth (Wertsteigerungsrendite) verwendet.

Der in Grafik 2 dargestellte IPD-Total-Return-Index misst die reine Liegenschafts-Performance vor etwaigen Leverage-Effekten und eigentümerspezifischen Steuerfolgen. Ebenfalls nicht enthalten sind mögliche Performance-Effekte von Transaktionen und Projektentwicklungen. Im kostenpflichtigen Benchmark-Service, der ebenfalls von der Firma IAZI angeboten wird, werden aber auch diese und weitere Faktoren analysiert. Auch viele kotierte und nicht kotierte Immobilien-Anlagegefässe nutzen diese Benchmarks, um ihre eigentliche immobilienwirtschaftliche Leistung unabhängig von «Gefässeffekten» (Leverage, Steuern, Audit, Vertriebskosten etc.) vergleichen und analysieren zu können. Auch der in Grafik 2 ebenfalls abgebildete KGAST-Immo-Index, der den kapitalgewichteten Durchschnitt aller im KGAST vertretenen Immobilien-Anlagestiftungen darstellt, ist ein bewertungsbasierter Total-Return-Index. Im Gegensatz zum IPD-Index bildet der KGAST-Index allerdings die Performance des Anlagegefässes nach Leverage, Managementkosten und der Bildung von Rückstellungen für latente Grundstückgewinnsteuern ab. Für einen fairen Vergleich mit dem IPD-Index müsste die IPD-Performance also um die Portfolio-Managementkosten und Rückstellungen für latente Grundstückgewinnsteuern und die KGAST-Performance um den positiven Performance-Effekt des Leverage reduziert werden.

**Benchmarks für in der Schweiz kotierte Immobilienanlagen**

Im Bereich kotierte Immobilienanlagen gibt es eine Fülle von Marktindizes und möglichen Benchmarks. In der Grafik 3 dargestellt ist der SIX Real Estate Shares und SIX Real Estate Funds Index. Zunächst fällt erwartungsgemäss die wesentlich höhere Volatilität beider Anlageformen, vor allem aber der Immobilienaktien auf. Augenfällig ist weiter, dass ausgerechnet im für kotierte Anlagen sehr schwierigen Jahr 2007 die nicht kotierten Anlagen Rekordgewinne verzeichneten. Dies hält selbst im Jahr 2008 in leicht verminderter Ausmass an. Bereits im Jahr 2009 war die Performance der kotierten Anlagen allerdings wieder ein Mehrfaches der nicht kotierten Anlagen. Dieser Effekt zeigt sich im SIX Swiss Real Estate Shares Index, der nur die ausschliesslich in der Schweiz investierten Gesellschaften ent-

hâit, noch wesentlich ausgeprägter (einige Gesellschaften wie Züblin sind auch im Ausland investiert).

Vergleichen wir abschliessend die Performance-Entwicklung der kotierten und nicht kotierten Anlagen (Grafik 2 und 3) mit der Preisentwicklung auf dem Transaktionsmarkt (Grafik 1). Grundsätzlich könnte

vermutet werden, dass die relativ liquiden Transaktionspreise eine gewisse Nähe zur Entwicklung der kotierten Anlagen aufweisen, wie dies in den letzten Monaten etwa in den USA zu beobachten war. Dem ist hierzulande aber nicht so. Ab 2006 ist dagegen eine erstaunlich hohe Korrelation des IAZI-Preisindex zu den nicht kotierten

Anlagen, insbesondere zum KGAST-Index zu erkennen. In den Jahren vor 2006 führte der IAZI-Index allerdings ein Eigenleben, das schwierig zu interpretieren ist. Dies gilt im Besonderen für den Preiseinbruch 2003 – weder die kotierten noch die nicht kotierten Anlagen zeigen einen vergleichbaren Trendbruch. ■

## Un nouveau service de la «Prévoyance Professionnelle Suisse»

# Un benchmarking pour les investissements immobiliers

Il est beaucoup plus difficile de mesurer le résultat d'un placement immobilier que celui d'autres investissements. C'est pourquoi nous présentons dans ce numéro de la «Prévoyance Professionnelle Suisse» des benchmarks pour les placements immobiliers suisses et ferons de même dans le prochain numéro pour les placements immobiliers étrangers. Ces benchmarks actualisés et brièvement commentés seront dorénavant publiés tous les six mois.

Il y a peu de temps encore, tout ce qui intéressait dans les placements immobiliers, c'était leur «rentabilité» en termes de recettes de loyer. Comme la présentation des comptes était axée sur les coûts, la plus-value était ignorée jusqu'au jour de la vente effective qui pouvait, selon les circonstances, se solder par des bénéfices ou des pertes comptables considérables. Les mauvais investissements, ceux que l'on pratiquait par exemple par crainte du prétendu goulot d'étranglement des assainissements, restaient ainsi souvent non détectés. Et ce n'est qu'après l'introduction de la norme Swiss GAAP RPC 26 en 2004 que les caisses de pensions ont également été contraintes d'adopter un

reporting axé sur le marché et intégrant la plus-value des placements immobiliers.

Tandis que le retour total s'est globalement imposé comme mesure objective de la performance des investissements immobiliers, on attend encore une méthode uniforme de mesure du risque des placements immobiliers non cotés.

La volatilité – généralement exprimée sous forme de déviation standard d'une performance historique – est atténuée (lissée) de manière à peine quantifiable par l'illiquidité des placements non cotés. Aussi les critiques ne tarissaient-elles pas, surtout à l'égard des analyses de risque basées sur des évaluations immobilières.

Entre-temps, on a compris que les changements de valeur déterminants s'inscrivaient dans une tendance qui s'étend sur plusieurs années (autocorrélation) et que suivent également les évaluateurs immobiliers. Les indices basés sur une évaluation ont ainsi été partiellement réhabilités, mais sans que le problème de la mesure des risques ne soit résolu pour autant.

### En bref

- > Pour le benchmarking des placements immobiliers, il faut d'abord faire la distinction entre placements cotés et non cotés
- > Puis il faut encore différencier à l'intérieur des placements non cotés entre performance des immeubles à proprement parler et celle des véhicules de placement

### Evolution du prix et de la valeur des placements immobiliers suisses

Le graphique 1 (voir page 77) montre l'évolution des prix de transaction (IAZI Investment Real Estate Price Index) en comparaison avec l'évolution de la valeur d'immeubles de rapport suisses, telle que déterminée par des évaluateurs immobiliers (Capital Growth de l'IPD All Property Switzerland). Un premier constat sans surprise, c'est que l'indice IAZI basé sur des transactions est nettement plus volatil que l'évolution de la valeur selon l'indice IPD qui se fonde sur l'évaluation. Ce qui est

plus surprenant que les fortes fluctuations, c'est le taux de progression très supérieur de l'indice IAZI par rapport à l'évolution de la valeur des placements dans l'indice IPD. Tandis que les actifs ont gagné à peu près 7% dans la période considérée de 2002 à 2009, les prix des transactions ont accompli un bond de 24% pendant cette même période de huit ans. Précisons toutefois que les deux indices reproduisent un univers de placement différent au niveau régional et sectoriel. De plus, l'indice IAZI est un vrai indice des prix parce que corrigé de la qualité, tandis que dans l'évolution de la valeur selon l'IPD, on se contente de déduire de la plus-value globale les dépenses ayant été déclarées comme génératrices de valeur supplémentaire (activations).

L'ampleur des déviations laisse tout de même supposer qu'il est devenu de plus en plus difficile au fil des ans de faire des achats à la valeur des évaluations courantes du marché, ce qui soulève évidemment la question de savoir si ces évaluations reflètent le marché correctement. Projetée sur une année, l'évolution des prix de l'indice IAZI du premier trimestre 2010 suggère encore une légère orientation à la hausse pour l'année en cours. Comme l'indice IPD est déterminé une seule fois par an, il manque une indication correspondante pour la plus-value en 2010.

### **Des benchmarks pour les placements immobiliers suisses non cotés**

Le plus important benchmark public publié au sujet des placements immobiliers directs est l'indice immobilier suisse IPD/Wüest & Partner. Par contraste avec la simple plus-value discutée plus haut, cet indice mesure la performance économique sur la base du retour total ou somme du

rendement au titre de revenu (rendement net du cash-flow) et de la croissance du capital (rendement de plus-value).

L'indice IPD du retour total représenté dans le graphique 2 (voir page 77) mesure la simple performance de l'immeuble avant tout effet de levier éventuel et conséquences fiscales spécifiques au propriétaire. Ne sont pas non plus compris les possibles effets de performance de transactions et de développements de projets. Dans le benchmarking payant que propose aussi la société IAZI, ces facteurs et d'autres sont également analysés. Beaucoup de véhicules de placements immobiliers non cotés se servent de ces benchmarks pour comparer et analyser leur performance économique effective en faisant abstraction d'éventuels «effets de véhicule» (levier, fiscalité, audit, frais de distribution, etc.). L'indice immobilier de la CAFP également représenté dans le graphique 2 qui reproduit la moyenne pondérée par la capitalisation de toutes les fondations de placement immobilier y contenues, est un indice du retour total basé sur l'évaluation. Mais à l'inverse de l'indice IPD, l'indice CAFP reproduit la performance du véhicule après levier, frais de gestion et constitution de provisions pour les impôts latents de gain immobilier. Pour que la comparaison avec l'indice IPD soit équitable, il faudrait donc réduire la performance IPD du coût de la gestion des portefeuilles et des provisions pour les impôts latents de gain immobilier et la performance CAFP devrait être diminuée de l'effet de levier positif sur la performance.

### **Des benchmarks pour les placements immobiliers cotés en Suisse**

Dans le domaine des placements immobiliers cotés, il existe une pléthore d'in-

dices de marché et de benchmarks. Dans le graphique, sont représentés les indices SIX Real Estate Shares et SIX Real Estate Funds. Au premier abord, on est surtout frappé par la volatilité très supérieure mais prévisible de ces deux formes de placement, en particulier des actions immobilières. Autre phénomène frappant: en 2007, année très difficile pour les placements cotés, les placements non cotés ont au contraire enregistré des records de bénéfices. Cet effet est encore nettement plus marqué dans l'indice SIX Swiss Real Estate Shares qui contient les sociétés exclusivement investies en Suisse (certaines sociétés comme Züblin sont aussi investies à l'étranger).

Comparons pour terminer l'évolution de la performance des placements cotés et non cotés (graphique 2 et 3) avec l'évolution des prix sur le marché des transactions (graphique 1). On pourrait s'attendre à une évolution plus ou moins parallèle des prix des transactions, relativement liquides, et des placements cotés, comme cela a notamment été observé aux USA ces derniers mois. Chez nous, ce n'est toutefois pas le cas. A partir de 2006, on défec-te en revanche une corrélation surprenante de l'indice des prix IAZI avec les placements non cotés, en particulier avec l'indice CAFP. Il faut dire qu'avant 2006, l'indice IAZI avait sa vie propre difficilement interprétable. On retiendra en particulier l'effondrement des prix en 2003 – une rupture de tendance qui ne se retrouve ni pour les placements cotés, ni pour les non cotés. ■

**Andreas Loepfe**