



**Universität
Zürich** UZH

Abschlussarbeit

zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

Auswirkungen der Betriebskostenquote von Schweizer Immobilien Gesellschaften auf die Entwicklung der Eigenkapitalrendite

Verfasser:

Gnädinger

Philipp

Grabenwies 8, 8057 Zürich

ph.gnaedinger@gmail.com

+41 76 341 86 56

Eingereicht bei:

Prof. Dr. Michael Trübstein, Hochschule Luzern

Abgabedatum:

24. August 2017

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	V
Abbildungsverzeichnis	VII
Tabellenverzeichnis	VIII
Executive Summary.....	IX
1. Einleitung	1
1.1 Ausgangslage und Zielsetzung	1
1.2 Aufbau der Arbeit	2
1.3 Datengrundlage und relevante Literatur	2
1.4 Abgrenzung der Untersuchung	3
1.5 Methodisches Vorgehen	4
2. Theoretische Grundlagen.....	5
2.1 Immobiliengesellschaften	5
2.1.1 Rendite.....	6
2.1.2 Entwicklung.....	6
2.1.3 General- oder Totalunternehmer	6
2.1.4 Real Estate Services.....	6
2.1.5 Andere	7
2.2 Rechnungslegung.....	7
2.3 Arten von Betriebs-, Administrations- und Verwaltungskosten.....	9
2.3.1 Unterschiedliche Kosten.....	9
2.3.2 Direkte und objektspezifische Kosten	10
2.3.3 Indirekte Kosten / Management Fees	10
2.3.4 Indirekte Kosten / Operating Fees	11
2.3.5 Kosten unterschiedlicher Segmente.....	11
2.4 Risikogerechte Mehrrendite.....	11
2.4.1 Risiko.....	11
2.4.2 Liquidität	12

2.4.3	Rendite.....	12
2.4.4	Anwendung.....	13
2.5	Definition und Bedeutung relevanter Kennzahlen.....	13
2.5.1	Betriebskostenquoten (Bilanzsumme/Eigenkapital).....	13
2.5.2	Eigenkapital (Net-Asset-Value)	14
2.5.3	Verschuldungsgrad	15
2.5.4	Eigen- und Gesamtkapitalrendite	15
3.	Kostenstruktur	16
3.1	Relevanz der Kostenstruktur.....	16
3.1.1	Einfluss der laufende Kosten auf die Rendite	16
3.1.2	Kostentransparenz	17
3.1.3	Entscheidungen der Investoren.....	17
3.1.4	Skalenerträge	17
3.1.5	Bedeutung von hohen oder tiefen Kosten	19
3.2	Kennzahlen und Berechnungsmöglichkeiten.....	20
3.3	Kostenquoten im Vergleich	22
4.	Empirische Analyse.....	23
4.1	Einführung	23
4.1.1	Datengrundlage Geschäftsberichte Immobiliengesellschaften.....	24
4.1.2	Datenerhebung.....	24
4.1.3	Datenbereinigung.....	25
4.1.4	Berechnung der Kennzahlen.....	26
4.1.5	Regressionsanalyse.....	27
4.2	Ergebnisse zu Kennzahlen und Trendanalyse	28
4.2.1	Alle Gesellschaften.....	28
4.2.2	Segment Rendite.....	32
4.2.3	Ohne Ausreisser.....	35
4.2.4	Gesellschaften mit fünf Perioden	36

4.2.5	Zehn grösste Gesellschaften	37
4.2.6	Zehn kleinste Gesellschaften	38
4.2.7	Mittelgrosse Gesellschaften.....	39
4.2.8	Gesellschaften mit Managementvertrag	40
4.2.9	FER und IFRS-Anwender	41
4.2.10	Exkurs Kennzahlen.....	42
4.3	Zusammenfassung und Beurteilung der Ergebnisse.....	42
4.3.1	Zeitperioden und Durchschnitte	43
4.3.2	Anpassungen an Daten	43
4.3.3	Ergebnisbeiträge von anderen Segmenten.....	43
4.3.4	Anzahl der Beobachtungen.....	44
4.3.5	Regression	44
4.3.6	Regionale Aktivitäten.....	44
4.3.7	Verwendung von Durchschnitten	45
5.	Zusammenfassung und Ausblick.....	45
5.1	Fazit	45
5.2	Ausblick.....	47
5.3	Weitere Fragestellungen	47
	Literaturverzeichnis	49
	Anhang	52

Abkürzungsverzeichnis

ASV	Verordnung über die Anlagestiftungen vom 10. und 22. Juni 2011, Stand 1. Juli 2014 (SR 831.403.2)
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995, Stand 1. Juli 2015 (SR 954.1)
BEKB OTC	Elektronische Handelsplattform der Berner Kantonalbank für nichtkотиerte Schweizer Aktien
BVG	Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 25. Juni 1982, Stand 1. Januar 2017 (SR 831.40)
BVV 2	Verordnung über die berufliche Alters- und Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 18. April 1984, Stand 1. Januar 2017 (SR 831.441.1)
BX	BX Berne eXchange
EBIT	Gewinn vor Zinsen und Steuern (Earnings before interest and taxes)
EPRA	European Public Real Estate Association
EPRA BPR	European Public Real Estate Association – Best Practice Recommendations
Espace	Espace Real Estate AG
FER	Stiftung für Fachempfehlungen zur Rechnungslegung Swiss GAAP FER (Ausgabe 2014/2015)
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
GU/TU	General-/Totalunternehmer
IAS / IFRS	International Financial Reporting Standards
Investis	Investis Holding AG
KAG	Bundesgesetz über die kollektive Kapitalanlage vom 23. Juni 2016, Stand 1. Juli 2016 (SR 951.31)
KGAST	Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen
Mobimo	Mobimo Holding AG
NAV	Net-Asset-Value
Novavest	Novavest Real Estate AG
OAK BV	Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge

OR	Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911, Stand 1. April 2017 (SR 220)
OTC	Ausserbörslicher Handel (Over-The-Counter)
PAX	PAX Anlage AG
PSP	PSP Swiss Property AG
REIT	Real Estate Investment Trust
SFAMA	Swiss Funds & Asset Management Association
SIX	SIX SWISS EXCHANGE
SIX KR	SIX Kotierungsreglement Version 03/17, Gültig ab 1. Mai 2017
SPS	Swiss Prime Site AG
TER	Total Expense Ratio
TER (GAV)	Total Expense Ratio Gesamtvermögen
TER (NAV)	Total Expense Ratio Nettovermögen (Eigenkapital)
Varia	Varia US Property AG
VegüV	Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften vom 20. November 2013, Stand 20. November 2013 (SR 221.331)
WACC	Weighted-Average-Cost of Capital

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Aufbau der Arbeit.....	2
Abbildung 2:	Betriebskostenquote (Bilanzsumme) und Bilanzsumme Gesellschaften.....	18
Abbildung 3:	Total Expenses Ratio (Gesamtvermögen) und Bilanzsumme Anlagefonds	19
Abbildung 4:	Kosten und Risiko-/Ertragseigenschaften	20
Abbildung 5:	Verschuldungsgrad und Betriebskostenquote (Eigenkapital)	21
Abbildung 6:	Betriebskostenquoten Anlagefonds und Gesellschaften (Gesamtvermögen)	22
Abbildung 7:	Regressionsgerade (5 Jahre) Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite.....	31
Abbildung 8:	Regressionsgerade (5 Jahre) Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage).....	31
Abbildung 9:	Regressionsgerade (5 Jahre) Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite.....	31
Abbildung 10:	Regressionsgerade (5 Jahre) Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage).....	31
Abbildung 11:	Regressionsgerade (2 Jahre) Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite.....	32
Abbildung 12:	Regressionsgerade (2 Jahre) Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage).....	32
Abbildung 13:	Regressionsgerade Segment Rendite (5 Jahre) Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite.....	34
Abbildung 14:	Regressionsgerade Segment Rendite (2 Jahre) Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite.....	34
Abbildung 15:	Regressionsgerade Segment Rendite Spezial (5 Jahre) Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite.....	35
Abbildung 16:	Regressionsgerade Segment Rendite Spezial (2 Jahre) Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite.....	35

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Immobiliengesellschaften	3
Tabelle 2: Indirekte Immobilienanlagen	5
Tabelle 3: Direkte- und indirekte Kosten (Segment Rendite)	9
Tabelle 4: Daten SIX Real Estate (Total Return)	23
Tabelle 5: Zinssatz langfristige Finanzierung.....	27
Tabelle 6: Gruppierung für Auswertungen.....	28
Tabelle 7: Kennzahlen: Alle Gesellschaften.....	29
Tabelle 8: Trendanalyse: Alle Gesellschaften	32
Tabelle 9: Kennzahlen: Segment Rendite.....	33
Tabelle 10: Trendanalyse: Segment Rendite	34
Tabelle 11: Trendanalyse: Segment Rendite Spezial (ohne Züblin und Varia)	35
Tabelle 12: Kennzahlen: Ohne Ausreisser.....	36
Tabelle 13: Trendanalyse: Ohne Ausreisser	36
Tabelle 14: Kennzahlen: Gesellschaft mit fünf Perioden	36
Tabelle 15: Trendanalyse: Gesellschaften mit fünf Perioden.....	37
Tabelle 16: Kennzahlen: Zehn grössten Gesellschaft.....	37
Tabelle 17: Trendanalyse: Zehn grösste Gesellschaften.....	38
Tabelle 18: Kennzahlen: Zehn kleinste Gesellschaften.....	38
Tabelle 19: Trendanalyse: Zehn kleinste Gesellschaften	39
Tabelle 20: Kennzahlen: Mittलगrosse Gesellschaften.....	39
Tabelle 21: Trendanalyse: Mittलगrosse Gesellschaften	40
Tabelle 22: Kennzahlen: Gesellschaften mit Managementvertrag	40
Tabelle 23: Trendanalyse: Gesellschaften mit Managementvertrag.....	41
Tabelle 24: Kennzahlen: FER und IFRS-Anwender	41
Tabelle 25: Trendanalyse: FER-Anwender	42
Tabelle 26: Übersicht Kennzahlen pro Gruppe	42

Executive Summary

Die Arbeit untersucht den Zusammenhang zwischen der Betriebskostenquote und der Eigenkapitalrendite von kotierten Schweizer Immobiliengesellschaften. Es lässt sich nicht allgemein feststellen, dass Gesellschaften mit einer höheren (tieferen) Betriebskostenquote schlechtere (bessere) Eigenkapitalrenditen aufweisen. Es besteht in einzelnen Perioden ein leichter, jedoch nicht signifikanter Zusammenhang. Auch Untersuchungen bei anderen Anlageklassen stellen den Zusammenhang von Betriebskosten und Rendite fest.

Die Arbeit baut auf den Finanzberichten der Gesellschaften der letzten fünf Jahre auf. Weil die Gesellschaften in verschiedenen Segmenten tätig sind wurde eine Bereinigung vorgenommen. Zudem wurden die untersuchten Gesellschaften in verschiedenen Gruppen eingeteilt, um eine grössere Homogenität zu erreichen. Die einheitlicheren Gruppen lassen aber keine bessere Aussage über den Zusammenhang der Kennzahlen zu.

Fragestellungen zu Kosten und Transparenz sind ein aktuelles Thema. Sie werden bei anderen Anlagemöglichkeiten wie bei Anlagefonds oder Anlagestiftungen intensiver ausgewertet und kommentiert als bei den Immobiliengesellschaften. Dies obwohl sie höhere Betriebskostenquoten als andere indirekte Anlagemöglichkeiten aufweisen.

Die Kostenquote ist zusammen mit den Risiko- und Ertragseigenschaften zu beurteilen: Hohe oder tiefe Kostenquoten stehen nicht zwangsläufig im Zusammenhang mit anderen Eigenschaften. Für Investoren ist das richtige Verhältnis entscheidend.

Die Risiken der Gesellschaften sind aufgrund deren Segmente und deren Portfolios sehr unterschiedlich. Im Rahmen der Untersuchung wurde der Fokus auf den Verschuldungsgrad gerichtet. In der Analyse wurden die Renditezahlen um den Verschuldungsgrad korrigiert, so dass die Renditen besser miteinander verglichen werden konnten. Aufgrund des risikobereinigten Vergleichs konnte jedoch keine bessere Aussage zum Verhältnis der Kennzahlen gemacht werden.

1. Einleitung

1.1 Ausgangslage und Zielsetzung

Die laufenden Betriebskosten von Immobilienanlagen schmälern die Rendite. Dementsprechend sollten die Betriebskosten zum Nutzen der Investoren optimiert sein. Bei Investitionen in indirekte Immobilienanlagen (z.B. Immobiliengesellschaften, Anlagestiftungen oder Anlagefonds) sind zudem die Kosten für das professionelle Management ein Teil der Betriebskosten und beeinflussen die Rendite (Sebastian, Steininger & Wagner-Hauber, 2012, S. 15).

Verschieden Studien (Gil-Bazo & Ruiz-Verdu, 2009; Houge & Wellman, 2007; Lee & Morri, 2015) zeigen, dass Anlageprodukte mit hohen Betriebskosten in Bezug auf den Total Return oft schlechter abschneiden als günstiger betriebene Produkte. Höhere Kosten für ein besseres und effizienteres Management der Produkte sind nur sinnvoll, wenn eine risikogerechte Mehrrendite gegenüber dem Markt erreicht werden kann.

Kostentransparenz ist ein aktuelles Thema (Ferber, 2013; Skaanes, 2014, S. 2–19). Analysten, Vermögens- und Pensionskassenverwalter sowie Privatinvestoren brauchen Kostenkennzahlen und Vergleiche, um Investitionsentscheidungen zu fällen. Im Gegensatz zu anderen Anlageprodukten (z.B. Anlagefonds oder Anlagestiftungen) gibt es für Immobiliengesellschaften keine allgemein gültigen Regeln, wie Kostenkennzahlen berechnet und ausgewiesen werden müssen. Eine Ausnahme bilden die European Public Real Estate Association – Best Practice Recommendations (EPRA BPR) der European Public Real Estate Association (EPRA; European Public Real Estate Association, 2016), welche in der Schweiz von fünf grossen Immobiliengesellschaften berechnet und offen gelegt werden (Deloitte & European Public Real Estate Association, 2016, S. 13). Die Offenlegung ist jedoch freiwillig.

Die Arbeit untersucht die Kostenstruktur von Schweizer Immobiliengesellschaften. Sie soll feststellen, ob hohe Betriebskosten die Rendite gemessen an der Eigen- und Gesamtkapitalrendite der Gesellschaften schmälern respektive ob Gesellschaften mit höheren Betriebskosten schlechter rentieren. Weil Rendite und Risiko zusammenhängen, wurde das Verschuldungsrisiko berücksichtigt.

1.2 Aufbau der Arbeit

Die Arbeit wurde aufgebaut um den Leser von der Fragestellung zu den Ergebnissen zu führen. Die Arbeit ist wie folgt gliedert und setzt sich im Wesentlichen aus drei Kapiteln zusammen:

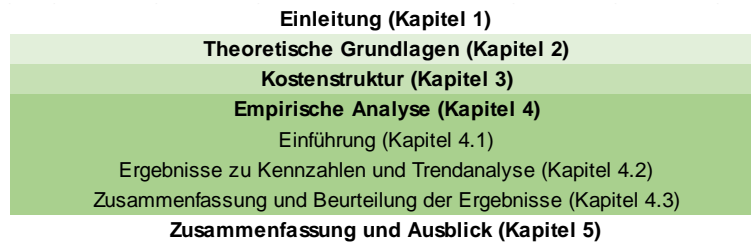


Abbildung 1: Aufbau der Arbeit

Nach der Einleitung, welche die Fragestellung und den Untersuchungsgegenstand beschreibt, folgen die theoretischen Grundlagen und Definitionen (Kapitel 2). Dieses Kapitel erklärt und definiert wichtige Begriffe und Kennzahlen wie zum Beispiel die Segmente von Gesellschaften, Kostenarten oder Kostenquoten und Renditen.

Im Kapitel 3 werden die Kosten diskutiert und deren Bedeutung aufgezeigt. Der Kostenstruktur der Gesellschaften kommt in dieser Arbeit eine zentrale Bedeutung zu, weshalb diese ausführlich beschrieben und diskutiert werden. Zudem werden Vergleiche mit anderen Anlagemöglichkeiten vorgenommen.

Das Kapitel 4 umfasst die empirische Analyse. Das Vorgehen der Analyse wird zu Beginn beschrieben. Die eigentliche Berechnung der Kennzahlen und Trendanalysen wird für verschiedenen Gruppen von Gesellschaften vorgenommen und jeweils diskutiert. Das Kapitel schliesst mit einer ganzheitlichen Beurteilung der Ergebnisse ab.

Zum Schluss der Arbeit folgt die Zusammenfassung mit einem Fazit und Ausblick.

1.3 Datengrundlage und relevante Literatur

Datengrundlage sind die öffentlich zugänglichen Geschäftsberichten der folgenden 24 untersuchten Immobiliengesellschaften über die letzten fünf Jahre (2012-2016). Bei jüngeren Gesellschaften wie zum Beispiel Investis Holding AG (Investis) und Varia US Property AG (Varia) werden nur die verfügbaren Geschäftsberichte respektive publizierten Perioden verwendet. Die Geschäftsberichte wurden online über die Homepage der Gesellschaften bezogen.

Gesellschaft	Valor	Ticker	Segment					Bilanzsumme (CHF Mio.)	Kotierung (1)	Verwaltung	Management Vertrag
			Rendite	Entwicklung	GUTU	Real Estate Services	Andere				
ACRON HELVETIA I Immobilien AG	10201284	AHAN	X					30	BX	extern	ja
ACRON HELVETIA III Immobilien AG	2521745	AHCN	X					31	BX	extern	ja
Allreal Holding AG	883756	ALLR	X	X	X			3'993	SIX-Immo	extern	
BFW Liegenschaften AG	1820611	BFWL	X					431	SIX-Immo	extern	ja
Espace Real Estate Holding AG	255740	ESRE	X					657	BEKB OTC	extern	
Fundamenta Real Estate AG	4582551	FUND	X					495	BX	extern	ja
HIAG Immobilien Holding AG	23951877	HIAG	X	X			X	1'334	SIX-Immo	extern	
ImmoMentum AG	1924492	IMMO	X					226	BX	extern	ja
Intershop Holding AG	27377479	INTE	X	X				1'397	SIX-Immo	intern	
Investis Holding Ltd	32509429	INVE	X			X	X	1'100	SIX-Immo	intern	
Mobimo Holding AG	1110887	MOBI	X	X				3'032	SIX-Immo	intern	
Novavest Real Estate AG	21218624	NOVA	X					349	BX	extern	ja
PAX Anlage AG	217834	PAX	X	X		X		504	SIX-Immo	intern	
Peach Property Group AG	11853036	PEAN	X	X	X			350	SIX	extern	
PLAZZA AG	28414291	PLAZ	X					631	SIX-Immo	intern	
Promaxima Immobilien	30678297	PROM	X					86	BX	extern	ja
PSP Swiss Property AG	1829415	PSPN	X	X				7'041	SIX-Immo	intern	
SE Swiss Estates AG	2392655	SESE	X					168	BX	intern	
Swiss Finance & Property Investment AG	3281613	SFPI	X	X				539	SIX-Immo	extern	ja
Swiss Prime Site AG	803838	SPSN	X	X		X	X	11'112	SIX-Immo	intern	
Varia US Property	30528529	VARI	X					450	SIX-Immo	extern	ja
Warteck Invest AG	261948	WART	X					675	SIX-Immo	intern (2)	
Züblin Immobilien Holding AG	31230968	ZUBL	X					384	SIX-Immo	intern	
Zug Estates Holding AG	14805212	ZUGE	X	X			X	1'265	SIX-Immo	intern	
Total 24 Gesellschaften								36'280			

(1) BX: BX Berne eXchange; SIX: SIX Nebensegment; SIX-Immo: SIX Immobiliensegment; BEKB OTC: Handel von Berner Kantonalbank
(2) Teilweise extern

Tabelle 1: Immobiliengesellschaften

Der Zusammenhang von Kostenquoten und Renditen wurde in der Literatur von verschiedenen Seiten beurteilt. Eine Untersuchung auf Basis der Unternehmensergebnisse und Eigenkapitalrenditen gibt es in der Schweiz nicht. International wurden von Sebastian, Steininger & Wagner (2012) die Vor- und Nachteile von direkten und indirekten Immobilienanlagen untersucht. Die Kosten spielen dabei eine wichtige Rolle. Ambrose, Highfield und Linnemann (2005) erforschten den Zusammenhang zwischen Unternehmensprofitabilität und -grösse bei Real Estate Investment Trusts (REIT). Lee und Morri (2015) zeigten den teilweisen negativen Einfluss von aktivem Management auf die Performance von Immobilienfonds auf. Gil-Bazo und Ruiz-Verdu (2009) legen dar, dass Investoren den laufenden Kosten wenig Beachtung schenken.

1.4 Abgrenzung der Untersuchung

Die Arbeit untersucht die 24 Immobiliengesellschaften in der Schweiz, die grundsätzlich an der SIX SWISS EXCHANGE (SIX) oder an der BX Berne eXchange (BX) kotiert sind. Mitberücksichtigt wird auch die Espace Real Estate (Espace) aufgrund des aktiven ausserbörslichen Handels und der Portfoliogrösse von CHF 657 Millionen (Espace Real Estate Holding, 2017, S. 21). Nicht berücksichtigt werden Gesellschaften wie die Arundel (ehemalig USI), die Orascom Development Holding oder die Eastern Property Holding. Diese Gesellschaften gehören nicht dem Immobiliensegment der SIX an und/oder sind wesentlichen Wechselkursrisiken ausgesetzt.

Die einbezogenen Gesellschaften rapportieren entweder nach Swiss GAAP FER (FER) oder nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) und stellen damit die Finanz- und Ertragslage in einem den tatsächlichen Verhältnissen entsprechenden Bild dar.

Im Vergleich zu anderen indirekten Anlagemöglichkeiten in Immobilien wie Anlagefonds und Anlagestiftungen sind Immobiliengesellschaften bezüglich Anlagemöglichkeiten und Verschuldungsgrad nicht reguliert.

In der Untersuchung entspricht der Total Return dem Unternehmensergebnis. Andere Untersuchungen oder Berechnungen für den Total Return (Basis Aktienkurs) insbesondere von kotierten Anlagen, messen diesen oftmals an der Veränderung des Börsenkurses (korrigiert um Dividendenzahlungen)¹. Der Total Return (Basis Aktienkurs) weicht normalerweise vom Unternehmensergebnis ab, weil er von weiteren externen Faktoren beeinflusst wird. Das Agio/Disagio (Differenz von Markt- zu Buchwert) wurde in verschiedenen Studien untersucht und mit dem Markzinsniveau, den Diversifikationsvorteilen, den Anlageformen und latenten Liquidationssteuern erklärt (Credit Suisse, 2010, S. 58; Paszkowski, 2013; Pellar, Elgeti, & Schiereck, 2016, S. 251–255).

Diese Untersuchung ist auf der Eigenkapitalrendite aufgebaut, weil der Effekt der Betriebskosten sich am direktesten auf das Unternehmensergebnis auswirkt.

1.5 Methodisches Vorgehen

Für die Auswertung der Daten wurde methodisch wie folgt vorgegangen:

- Aus den Finanzberichten der untersuchten Gesellschaften wurden Kosten- und Ertragszahlen sowie Bestandes- und Finanzierungskennzahlen der letzten fünf Jahren (2012-2016) erhoben. Es werden fünf Jahre verwendet, weil sich dadurch der Datenumfang erhöht und einmalige Ausreisser aufgrund von Spezialsituationen weniger Gewicht erhalten.
- Da die Finanzberichte der Gesellschaften unterschiedlich gegliedert oder Positionen verschieden bezeichnet sind, wurde eine Bereinigung vorgenommen. Dies insbesondere um die Betriebskosten (z.B. Administrations- und Verwaltungskosten) von anderen direkten Kosten (z.B. Unterhalts- und Reparaturkosten) zu unterscheiden.

¹ $\frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}} = \text{Total Return (Basis Aktienkurs)}$;
Aktienkurs (P_t), Aktienkurs Vorperiode (P_{t-1}), Dividende Periode (D_t).

- Aufgrund der bereinigten Daten wurden Kennzahlen zu Vergleichszwecken berechnet. Zu den Kennzahlen gehören Betriebskostenquoten, Eigenkapitalrenditen sowie der Verschuldungsgrad. Die berechneten Kennzahlen werden miteinander ins Verhältnis gesetzt um eine Trendlinie (Regressionsgerade) zu ermitteln. Die Trendlinien wurden mittels Excel berechnet.

2. Theoretische Grundlagen

2.1 Immobiliengesellschaften

Eine allgemeingültige Definition einer Immobiliengesellschaft besteht nicht. Immobiliengesellschaften bezwecken grundsätzlich den Erwerb, die Erschliessung, die Finanzierung, die Baurealisation, die Vermietung, das Halten und die Vermarktung einer oder mehrerer Immobilien (Handelsregister Kanton Zug, 2016). Die SIX definiert Immobiliengesellschaften als Gesellschaften, deren Erträge nachhaltig zu mindestens zwei Drittel aus Immobilienaktivitäten, namentlich aus Miet- oder Pachtzinseinnahmen, Bewertungs- oder Verkaufserfolg sowie Immobiliendienstleistungen stammen (Art. 77 Abs. 1 SIX Kotierungsreglement (SIX KR) Version 03/17, Gültig ab 1. Mai 2017).

Immobiliengesellschaften ermöglichen indirekte Immobilienanlagen und erlauben Investoren, durch den Erwerb von Gesellschaftsanteilen, in Immobilien zu investieren. In der folgenden Tabelle werden die Eigenschaften der indirekten Immobilienanlagemöglichkeiten verglichen:

	Kotierte Immobiliengesellschaften	Kotierte Immobilienfonds	Nicht kotierte Immobiliengesellschaften	Nicht kotierte Immobilienfonds	Anlagestiftungen
Anzahl	ca. 25	ca. 33	ca. 20	ca. 14	ca. 31
Marktkapitalisierung	> CHF 20 Mrd.	> CHF 40 Mrd.	> CHF 1 Mrd.	> CHF 5 Mrd.	> CHF 35 Mrd.
Verschuldung	ca. 45 %	ca. 19 %	n/a	ca. 9 %	ca. 7 %
Sektorfokus	tendenziell kommerziell	tendenziell Wohnen	gemischt	tendenziell kommerziell	gemischt
Regionfokus	ganze Schweiz	ganze Schweiz	Deutschschweiz	ganze Schweiz	ganze Schweiz
Aufsicht/Regulierung	BEHG/OR	KAG/FINMA	OR	KAG/FINMA	BVV 2/ASV/OAK BV
Handel	Sekundärmarkt (SIX & BX)	Sekundärmarkt (SIX & BX)	oft OTC (BEKB OTC)	oft OTC	Zeichnungen/ Rücknahmen
Investorenkreis	Private und Institutionelle	Private und Institutionelle	Private und Institutionelle	Institutionelle	Steuerbefreite Vorsorgeeinrichtungen
Management	Intern/Extern	Extern	Extern (Intern)	Extern	Extern
Weitere Aktivitäten	ja	nein	nein	nein	nein

Tabelle 2: Indirekte Immobilienanlagen (in Anlehnung an Fäs & von Felten, 2015, S. 73; Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen, 2017, S. 2)

Verschiedene der untersuchten Gesellschaften sind neben der Investitionstätigkeit in Renditeliegenschaften in weiteren Segmenten aktiv. Im Rahmen dieser Arbeit ist ein Segment

eine Geschäftsaktivität oder eine Gruppe von Aktivitäten. Die Segmente der untersuchten Immobiliengesellschaften sind folgende:

2.1.1 Rendite

Renditeliegenschaften werden zu Anlagezwecken gehalten und die angemessene Verzinsung des Kapitals hat Priorität. Bei den gehaltenen oder im Bestand entwickelten Liegenschaften handelt es sich mehrheitlich um Wohn-, Büro- oder Gewerbeliegenschaften. Renditeliegenschaften generieren stetige Mieteinnahmen, mit denen die Kosten für den Betrieb der Liegenschaften und die Finanzierung beglichen werden. Der Gewinn stellt die Verzinsung des eingesetzten Kapitals dar.

2.1.2 Entwicklung

Der Entwickler konzipiert und plant Immobilienprojekte, insbesondere von Wohn-, Büro- oder Gewerbeobjekten. Die Erstellung der Werke kann selber vorgenommen, an einen General-/Totalunternehmer (GU/TU) vergeben werden oder Projekte werden vor Vertragsabschluss mit einem GU/TU, oftmals jedoch mit Offerten, an Investoren verkauft. Üblicherweise wird aus dem Verkauf ein Ergebnis erwirtschaftet. Je nach Rechnungslegung und Entwicklungsvertrag fallen die Erträge gestaffelt oder zu spezifischen Zeitpunkten an.

2.1.3 General- oder Totalunternehmer

Einige Gesellschaften erbringen Dienstleistungen als GU/TU für Dritte. Der GU übernimmt den Auftrag als Ganzes und erstellt die Baute. Der TU übernimmt zusätzlich die Planung und Projektierung, so dass der Bauherr nur einen Vertrag eingehen muss. Der GU/TU ist Ansprechpartner gegenüber dem Bauherr und koordiniert die Subunternehmer für nicht selber erbrachte Leistungen. Umsätze und Ergebnisse fallen oftmals über die Laufzeit der langfristigen Verträge an.

2.1.4 Real Estate Services

Real Estate Services umfassen die ganze Bandbreite von Asset Management, Facility Management und Property Management Dienstleistungen. Verschiedenen Gesellschaften erbringen solche Dienstleistungen nicht nur für den eigenen Bestand und Bedarf, sondern auch für Dritte. Real Estate Services stellen eine weitere Ertrags- und Diversifikationsmöglichkeit für die Gesellschaften dar.

Gesellschaften, die Real Estate Services erbringen, verfügen tendenziell über mehr Mitarbeiter. Je nach Dienstleistungstiefe in den einzelnen Bereichen, wie zum Beispiel Reinigung und Pflege, steigt die Mitarbeiterzahl erheblich.

Die Umsätze und Ergebnisse aus Real Estate Services können in zwei Gruppen aufgeteilt werden. Zum einen bestehen für Services oft mittelfristige Verträge, die zu stetigen und planbaren Ergebnissen führen. Der andere Teil hängt im Wesentlichen von der Nutzung und Nachfrage ab (z.B. Baureinigung, Baumanagement-Projekt, Winterdienst etc.).

2.1.5 Andere

Unter dem Segment „Andere“ werden sämtliche nicht anders klassifizierte Dienstleistungen zusammengefasst. Dazu gehören zum Beispiel der Betrieb des Warenhauses Jelmoli oder das Betreiben von Seniorenresidenzen (Swiss Prime Site, 2017a). Andere Gesellschaften betreiben auch Hotels und Restaurants (Zug Estates Holding, 2012) oder haben in Wasserkraftwerke und Cloud-Infrastruktur investiert (HIAG, 2017). Die in diesem Bereich zusammengefassten Dienstleistungen komplementieren die klassischen Immobiliendienstleistungen sehr breit und führen oftmals zu laufenden und stetigen Ergebnissen.

2.2 Rechnungslegung

Die untersuchten Finanzberichte werden entweder nach FER oder IFRS erstellt. Die Standards werden jeweils von 15 respektive 9 der untersuchten Gesellschaften angewendet².

FER ist ein Schweizer Standard, der von der Stiftung für Fachempfehlungen zur Rechnungslegung Swiss GAAP FER herausgegeben wird. Er ist auf kleinere und mittelgrosse Unternehmen ausgerichtet (Stiftung für Fachempfehlungen zur Rechnungslegung Swiss GAAP FER, 2014, S. 10) und soll ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage (True & Fair View) wiedergeben (FER Rahmenkonzept Ziffer 1).

IFRS ist ein international anerkannter und verbreiteter Standard mit dem Ziel, transparente, verlässliche und effiziente Finanzinformationen bereitzustellen (IFRS Foundation, 2017). Der Standard wird durch das International Accounting Standards Board (IASB) der IFRS Foundation herausgegeben. In der Schweiz wenden tendenziell nur die grösseren und international orientierten Gesellschaften diesen „True & Fair View“-Standard an. Die Anforderungen an und der Aufwand zur Erstellung eines IFRS-Abschlusses sind deutlich höher als beim FER-Abschluss.

² Vgl. Anhang B: Quellen Geschäftsberichte.

Die Differenzen zwischen FER und IFRS sind nicht grundsätzlich, weil beide einen „True & Fair View“-Abschluss fordern. Im Detail gibt es jedoch Unterschiede. Im Folgenden werden im Zusammenhang mit dieser Untersuchung wesentliche Unterschiede erläutert:

- Nicht in der Erfolgsrechnung erfasste Transaktionen: In der Anwendung von IFRS können gewisse Geschäftsfälle und Bewertungen direkt via das übrige Gesamtergebnis (im Eigenkapital) erfasst werden und haben damit keinen Einfluss auf das Unternehmensergebnis, jedoch auf das Eigenkapital. Dazu gehören zum Beispiel Derivate oder Absicherungsgeschäfte, die in der Bilanz zum Marktwert ausgewiesen werden, das Unternehmensergebnis aber (noch) nicht tangieren. Unter FER können solche Geschäftsfälle erfolgswirksam erfasst oder nur offen gelegt werden.
- Vorsorgeverpflichtungen: Die Erfassung von Schweizer Pensionsplänen nach dem Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) vom 25. Juni 1982, Stand 1. Januar 2017 (SR 831.40) führt bei Unternehmen, die IFRS anwenden, nach IAS 19 oftmals zu höheren laufenden Kosten sowie höheren Verbindlichkeiten und beeinflusst das Unternehmensergebnis sowie Eigenkapital der Gesellschaft. Unter FER gibt es diesen Effekt üblicherweise nicht oder er ist deutlich kleiner (FER 16).

Im Weiteren lassen die Standards Wahlmöglichkeiten zur Erfassung von einzelnen Geschäftsfällen respektive in der Bewertung zu. So erfasst zum Beispiel die ImmoMentum ihre Renditeliegenschaften zu Anschaffungskosten abzüglich Abschreibungen und nicht zu Marktwerten (ImmoMentum, 2017, S. 44). Solche Wahlmöglichkeiten können einen Einfluss auf die Unternehmensergebnisse, Bilanzsumme oder das Eigenkapital der Gesellschaften haben und sind beim Vergleich zu berücksichtigen.

Die Standards lassen zudem Freiheiten im Detaillierungsgrad und der Gliederung der Erfolgsrechnungen zu. Dadurch werden Betriebskosten oder direkte immobilienpezifische Kosten nicht identisch ausgewiesen, was den Vergleich der Finanzberichte erschwert.

Börsenkotierte Gesellschaften müssen Geschäftssegmente³ offen legen (FER 31/8 und IFRS 8). Geschäftssegmente sind Unternehmensbereiche, anhand deren die Geschäftsleitung die Unternehmensleistung misst und deren Offenlegung dem Investor weitergehende Informationen zur Unternehmensleistung bereitstellt. Die Immobiliengesellschaften in

³ Geschäftssegmente nach FER 31/8 oder IFRS 8 müssen nicht identisch mit der Definition von Segmenten in dieser Arbeit sein.

der Schweiz legen bis zu fünf verschiedene Segmente offen, wobei die Mehrheit zwischen einem und drei Segmenten offen legt.

2.3 Arten von Betriebs-, Administrations- und Verwaltungskosten

2.3.1 Unterschiedliche Kosten

Bei Gesellschaften fallen unterschiedliche Kosten an. Man kann zwischen direkten und indirekten Kosten unterscheiden. Die direkten Kosten können den Segmenten der Immobiliengesellschaften zugeordnet werden. Dazu gehören zum Beispiel der Unterhalts- oder Reparaturaufwand von Renditeobjekten und die Erstellungskosten bei einem Entwicklungsprojekt. Die indirekten Kosten umfassen die Betriebs-, Administrations- und Verwaltungskosten. Sie decken die objekt- und segmentsübergreifenden Kosten sowie die Aufwendungen für das Management ab. Im Rahmen dieser Arbeit werden die direkten Kosten als Liegenschaftsaufwand und die indirekten als Betriebsaufwand bezeichnet.

Bei Gesellschaften im Segment Rendite können die direkten und indirekten Kosten zum Beispiel wie folgt dargestellt werden:

Aufwandsarten	Personal	Beratung	Bewirtschaftung und Verwaltung	Unterhalt und Reparatur	Administration und Versicherung	Baurecht- / Mietzinsen	Klassifizierung
Direkte Kosten							
Objektspezifisch	X (1)			X		X	Liegenschaftsaufwand
Indirekte Kosten							
Management Fees	X	X			X		Betriebsaufwand
Operating Fees	X	X	X		X		Betriebsaufwand

(1) Gewisse Gesellschaften erbringen mit eigenem Bewirtschaftungs- und Verwaltungspersonal auch Unterhalts- und Reparaturleistungen für eigene Liegenschaften

Tabelle 3: Direkte- und indirekte Kosten (Segment Rendite)

Die Rechnungslegung lässt den Gesellschaften Wahlmöglichkeiten bei der Offenlegung des Aufwandes. Gemäss FER 3/7 und FER 3/8 sowie IAS 1.99 sind die Erfolgsrechnungen nach Aufwandsarten oder nach Funktionskosten darzustellen. Dies führt dazu, dass bei der Darstellung nach Aufwandsarten das Total der angefallenen Kosten (z.B. Personalaufwand oder Unterhaltsaufwand) präsentiert wird. Beim Funktionskostenverfahren werden die Kosten der Funktion (z.B. Portfolio Management oder Verwaltung) dargestellt. Die Immobilienfirmen stellen die Erfolgsrechnung üblicherweise nach Aufwandsarten dar. Im Verfahren nach „Aufwandsarten“ geben die Rechnungslegungsstandards bis auf wenige Ausnahmen keine Mindestoffenlegung vor (Ausnahme z.B. Personalaufwand oder Abschreibungen). Das führt dazu, dass die Gesellschaften die Aufwendungen unterschiedlich gruppieren und bezeichnen, was den Vergleich erschwert.

2.3.2 Direkte und objektspezifische Kosten

Die direkten objektspezifischen Kosten umfassen im Wesentlichen die Unterhalts- und Reparaturkosten sowie allfällige Baurechtszinsen. Baurechts- oder Mietzinsen sind Entschädigungen für die Überlassung des Bodens respektive des Duldens einer Baute durch den Baurechtsgeber oder der Zins für die Gebrauchsüberlassung. Einige Gesellschaften erbringen Bewirtschaftungs- und Verwaltungsleistungen mit eigenem Personal, welches auch kleinere, objektspezifische Unterhalts- und Reparaturleistungen erbringt. Die Bewirtschaftung und Verwaltung der Objekte ist keine objektspezifische Leistung, weil sie austauschbar ist. Auch in den anderen Segmenten gibt es direkte und objektspezifische Kosten. Im Segment Entwicklung, gehören zum Beispiel die Erstellungs- und Baukosten dazu. Direkte und objektspezifische Kosten fallen auf dem Immobilienvermögen (Gesamtvermögen/Bilanzsumme) an.

2.3.3 Indirekte Kosten / Management Fees

Verschiedene kleinere Immobiliengesellschaften beziehen Verwaltungs- und Administrationsdienstleistungen von Partnern oder Dritten. Diese umfassen Leistungen für das Management, die Vermögensverwaltung, Portfolioentwicklung oder auch Makler- und Finanzierungstätigkeiten. Von den 24 untersuchten Gesellschaften haben neun einen Managementvertrag⁴ abgeschlossen. Die Management Fees sind sehr unterschiedlich ausgestaltet und offengelegt. Die bezahlten Fees liegen zwischen 0.5 und 1.0 Prozent pro Jahr in Bezug auf den Net-Asset-Value (NAV) sowie zwischen 0.4 und 0.5 Prozent in Bezug auf das Gesamtvermögen. Hinzu kommen oftmals noch Transaktions- und Finanzierungskommissionen von 1 bis 2 Prozent. Verbreitet sind auch Pauschalbeträge für Dienstleistungen (z.B. Buchführung) oder Performance Fees.

Insbesondere grössere Gesellschaften erbringen diese Verwaltungs- und Administrationsdienstleistungen intern und beschäftigen dafür Personal und Management. Entsprechend fallen bei solchen Gesellschaften höhere Personalaufwendungen an.

Die Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV) vom 20. November 2013, Stand 20. November 2013 (SR 221.331) erlaubt gemäss Art. 6 Abs. 2, die Vermögensverwaltung einer juristischen Person zu übertragen. Alle anderen Geschäftsführungsaufgaben müssen einem Mitglied des Verwaltungsrates (Delegierter) oder einer anderen natürlichen Person übertragen werden. Gesellschaften, welche von Art. 6 Abs. 2 VegüV Gebrauch machen, legen dies im Vergütungsbericht

⁴ Vgl. Tabelle 1.

offen und lassen die Generalversammlung über die Vergütungen abstimmen (Art. 18 Abs. 1 VegüV). So kommt der Generalversammlung eine Kontrollmöglichkeit über den Vermögensverwaltungsvertrag zu.

2.3.4 Indirekte Kosten / Operating Fees

Andere indirekte Kosten sind über Management Fees hinausgehenden Kosten für den Betrieb, die nicht direkt den Objekten zugerechnet werden können. Darunter fallen insbesondere Personal, Bewirtschaftungs- und Verwaltungskosten, Beratung und andere Administrationskosten.

Operating Fees fallen auf dem Immobilienvermögen sowie auch im Zusammenhang mit der Finanzierungs- und Gruppenstruktur einer Gesellschaft an. Das Betreuen von Finanzierungen oder Überwachen von komplexen Strukturen mit verschiedenen Abschlüssen kann als Kostentreiber gesehen werden.

2.3.5 Kosten unterschiedlicher Segmente

Die Aktivitäten in den unterschiedlichen Segmenten haben einen wesentlichen Einfluss auf die Kosten. So sind mehrere Gesellschaften in verschiedenen Segmenten tätig wie in der Entwicklung, Real Estate Services oder Anderen⁵. Diese Segmente verursachen Kosten und Erträgen, binden Kapital und beschäftigen Mitarbeiter. Das führt zum Beispiel dazu, dass insbesondere Swiss Prime Site AG (SPS) und Investis über sehr viele Mitarbeitende verfügen, die im Bereich Immobilienverwaltung oder Alterswohnen tätig sind (Investis Holding, 2017, S. 4, 14; Swiss Prime Site, 2017a).

Die offen gelegten Aufwendungen können nicht in allen Fällen einem Objekt oder einem Segment zugerechnet werden. Wenn die Zurechnung nicht möglich war, verblieben sie für die Untersuchung bei den indirekten Kosten.

2.4 Risikogerechte Mehrrendite

Bei jeder Investition stellen sich Fragen zum Risiko, zur Rendite und Liquidität (Becker, 2016, S. 9–28). Das gilt auch bei direkten oder indirekten Immobilienanlagen.

2.4.1 Risiko

Die Segmente einer Immobiliengesellschaft haben unterschiedliche Risiken. Neben den konjunkturellen Risiken sind dies zum Beispiel bei Dienstleistungen die Auslastung, bei

⁵ Vgl. Kapitel 2.1 Immobiliengesellschaften.

Entwicklungen zum Verkauf die Verkaufspreise und die Erstellungskosten oder bei Renditeliegenschaften das Zins- oder Mietzinsniveau.

Speziell bei den Gesellschaften mit Renditeliegenschaften spielt die Aufteilung des Portfolios und die Finanzierung eine Rolle. Folgende Punkte tragen zum Risiko bei:

- Geographisch (z.B. international, national oder regional).
- Produkt (z.B. Büro, Wohnen, Gewerbe, Industrie, Services, Entwicklung, etc.).
- Anlagestil (z.B. Core, Value-added oder Opportunistic; Geltner, Miller, Clayton & Eichholtz, 2014, S. 684).
- Verschuldungsgrad durch Fremdkapitaleinsatz.

Aus Risikosicht ist eine Diversifikation sinnvoll. Die Vorteile der Diversifikation von Anlagen wurden mit der Portfoliotheorie von Markowitz für Aktien Portfolios bestätigt. Markowitz (1990, S. 469) schreibt:

“[...] An investor who knew future returns with certainty would invest in only one security, namely the one with the highest future return. If several securities had the same, highest, future return then the investor would be indifferent between any of these, or any combination of these. In no case would the investor actually prefer a diversified portfolio. But diversification is a common and reasonable investment practice. Why? To reduce uncertainty! [...]”.

Das Gleiche gilt für Immobilienportfolios. Gemäss Friedmann (1971, S. 873) können die gleichen Modelle auch für Immobilien- oder Multi-Asset-Portfolios angewendet werden. Ein diversifiziertes Portfolio weist verschiedene Objekte in unterschiedlichen Risikokategorien auf. Der Effekt der Diversifikation ist bei unterschiedlichen Eigenschaften (z.B. Wohnen und Büro) besser als bei gleichartigen Objekten (z.B. nur Büro).

2.4.2 Liquidität

Die Liquidität wird nicht weiter erläutert, weil alle Gesellschaften börsenkotiert sind oder über einen aktiven Handel verfügen. Somit kann davon ausgegangen werden, dass die Anteile rasch veräussert werden können.

2.4.3 Rendite

Die Rendite ist eine risiko- und liquiditätsgerechte Verzinsung einer Investition, die von den Investoren gefordert wird.

Die Sharp-Ratio ist eine Kennzahl, um Anlagen mit der gleichen Risikoneigung (z.B. Aktien oder Immobilien) bezüglich Risikoentschädigung zu vergleichen. Die Sharp-Ratio sagt aus, was die Überrendite pro Risikoeinheit (Volatilität) im Vergleich zur risikofreien Anlage darstellt (Geltner et al., 2014, S. 538–539). Um eine Sharp-Ration berechnen zu können, braucht es eine Vielzahl von Renditedaten, wie sie sich an den Kapitalmärkten beobachten lassen (z.B. täglich), um die Standardabweichung zu berechnen. Die in dieser Arbeit verwendeten jährlichen Renditedaten genügen dazu nicht. Die Sharp-Ratio ist somit keine geeignete Kennzahl zum Vergleich der Gesellschaften in dieser Arbeit.

2.4.4 Anwendung

Die Arbeit beabsichtigt, die Gesellschaften aufgrund deren Risikoeigenschaften vergleichbar zu machen. Eine risikogerechte Gruppierung in Bezug auf Geographie, Produkt oder Anlagestil kann aufgrund der verfügbaren Informationen in den Geschäftsberichten und der Anzahl der Gesellschaften je Gruppe nicht vorgenommen werden.

Die Verschuldung (Verschuldungsgrad) beeinflusst die Unternehmensergebnisse und Eigenkapitalrenditen der Gesellschaften. Die Verschuldungsgrad der untersuchten Gesellschaften beträgt zwischen 1 und 76 Prozent (Median 45 Prozent)⁶. Für die folgenden Analysen wurden die Eigenkapitalrenditen mit einer Weighted-Average-Cost of Capital (WACC) Formel ohne Verschuldung (Deleveraging) berechnet (Geltner et al., 2014, S. 297–298):

$$r_{de-lev} = (Lev) * i + (1 - Lev) * r_{lev}$$

Wobei r_{de-lev} die Rendite ohne Verschuldung, r_{lev} die Rendite mit Verschuldung, Lev der Verschuldungsgrad und i die langfristige Finanzierung darstellt.

2.5 Definition und Bedeutung relevanter Kennzahlen

2.5.1 Betriebskostenquoten (Bilanzsumme/Eigenkapital)

Eine allgemein gültige Definition der Quote gibt es nicht. Die Quote sagt aus, wieviel indirekte Kosten im Vergleich zur durchschnittlichen Bilanzsumme oder zum durchschnittlichen Eigenkapital anfallen. Die durchschnittliche Bilanzsumme oder das durchschnittliche Eigenkapital berechnet sich als Durchschnitt über zwei Periodenenden. Die Quote ist auch ein Mass der laufenden Kosten, die indirekt durch einen Investor bezahlt

⁶ Vgl. Tabelle 7.

werden und die Rendite beeinflussen. Es kann beobachtet werden, dass die Quoten über die Zeit teilweise stark schwanken⁷.

Bei Anlagestiftungen und -fonds wird die Betriebskostenquote oftmals als Total Expense Ratio (TER) bezeichnet, wobei zwischen Gesamtvermögen TER (GAV) oder Eigenkapital TER (NAV) unterscheiden wird.

Berechnungen:

$$\frac{\text{Betriebskosten}}{\text{Durchschnittliche Bilanzsumme}} = \text{Betriebskostenquote}_{\text{Bilanzsumme}} \approx \text{TER}_{\text{GAV}}$$

$$\frac{\text{Betriebskosten}}{\text{Durchschnittliches Eigenkapital}} = \text{Betriebskostenquote}_{\text{Eigenkapital}} \approx \text{TER}_{\text{NAV}}$$

2.5.2 Eigenkapital (Net-Asset-Value)

Das Eigenkapital ist der den Aktionären (Eigentümer) gehörende Anteil des Kapitals (Bilanzsumme) und wird auch als NAV oder Reinvermögen bezeichnet. Eigenkapital entsteht normalerweise durch Kapitaleinzahlungen (Aktienkapital oder Agio) und einbehaltene Gewinne. Es reduziert sich durch die Ausschüttung von Gewinnen (Dividenden), Rückzahlungen an die Aktionäre oder allfällige Verluste. Weder IFRS noch FER definieren Eigenkapital im Rahmen ihres Standards. Vielmehr ist das Eigenkapital der Residualwert aus den Aktiven abzüglich des Fremdkapitals. Das Eigenkapital ist eine Massgrösse für die finanzielle Stärke, wobei relative Kennzahlen (z.B. Eigenkapitalrendite oder Verschuldungsgrad) einen Vergleich zulassen.

Berechnung:

$$\text{Bilanzsumme (Aktiven)} - \text{Verbindlichkeiten} = \text{Eigenkapital}$$

Das Eigenkapital einer Gesellschaft entspricht nicht dem Marktwert. Die Differenz zwischen Eigenkapital und Marktwert wird als Agio/Disagio bezeichnet. Die relative Differenz sagt aus, um wieviel Prozent der Marktwert vom Eigenkapital (Buchwert) abweicht. Die Ursachen der Abweichung wurden in verschiedenen Studien untersucht. Sie wird in der Schweiz und bei indirekten Immobilienanlagen oft durch das Marktzinsniveau, Diversifikationsvorteile, die Anlageform und die latenten Liquidationssteuern erklärt (Credit Suisse, 2010, S. 58; Paszkowski, 2013). Auch international wurde das Agio/Disagio bei Immobiliengesellschaften mehrmals untersucht (Pellar et al., 2016,

⁷ Vgl. Anhang A: Kennzahlen pro Gesellschaft.

S. 251–255) und unter anderem festgestellt, dass die Grösse der Gesellschaft oder der Verschuldungsgrad einen Einfluss haben können.

2.5.3 Verschuldungsgrad

Der Verschuldungsgrad sagt aus, in welchem Verhältnis die Bilanzsumme des Unternehmens oder die Renditeliegenschaften mit Fremdkapital finanziert sind. Es wird auch vom Loan-to-Value gesprochen, die aussagt, wieviel Fremdkapital für ein Objekt (z.B. Renditeliegenschaft) eingesetzt wird (Geltner et al., 2014, S. 289). In dieser Arbeit wird der Verschuldungsgrad auf Basis des verzinslichen Fremdkapitals (z.B. Hypotheken, Bankkredite, Obligationen etc.) berechnet. Der Verschuldungsgrad ist ein Risikofaktor. Gesellschaften mit einem hohen Verschuldungsgrad setzen mehr Fremdkapital zur Finanzierung ihres Portfolios ein. Bei Renditen der Objekte (z.B. Renditeliegenschaften) über dem individuellen Zinsniveau führt dies zu einer Erhöhung der Eigenkapitalrendite. Übersteigt die Rendite das individuelle Zinsniveau, verbessert sich die Eigenkapitalrendite. Im umgekehrten Fall wird das Eigenkapital durch den Zinsaufwand zusätzlich belastet.

Berechnung:

$$\frac{\text{verzinsliches Fremdkapital}}{\text{Bilanzsumme}} = \text{Verschuldungsgrad}$$

2.5.4 Eigen- und Gesamtkapitalrendite

Die Eigenkapitalrendite (EK-Rendite) ist die den Eigenkapitalgebern zurechenbare Rendite und drückt aus, wie hoch das investierte Kapital verzinst wurde. Die Gesamtkapitalrendite in dieser Arbeit, basierend auf dem Gewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT-Rendite), zeigt die Rentabilität der Bilanzsumme und berücksichtigt die Finanzierungs- und Steuerstruktur der Gesellschaft nicht. Die Basis zur Berechnung der Renditezahlen ist das Unternehmensergebnis respektive der Gewinn vor Zinsen und Steuern.

Mit der EK- oder EBIT-Rendite kann der Erfolg des Kapitaleinsatzes und des Investitionsverhaltens beurteilt werden. Für sich allein genommen sagt die Höhe der Rendite jedoch nichts über die eingegangenen Risiken aus.

Die Eigenkapitalrendite wird durch die Verschuldung beeinflusst. Die Rendite kann zu Vergleichszwecken (Risikokorrektur) um die Verschuldung korrigiert werden (Deleveraging; Geltner et al., 2014, S. 297).

Berechnungen:

$$\frac{\text{Unternehmensergebnis}}{\text{Eigenkapital}_{p-1 \text{ adjusted}}} = EK - \text{Rendite}$$

$$(Lev) * i + (1 - Lev) * EK - \text{Rendite} = EK - \text{Rendite}_{\text{ohne Leverage}}$$

$$\frac{\text{EBIT}}{\frac{\text{Bilanzsumme}_{p-1} + \text{Bilanzsumme}_{p0}}{2}} = \text{EBIT} - \text{Rendite}$$

Wobei $\text{Eigenkapital}_{p-1 \text{ adjusted}}$ dem Eigenkapital (Vorperiode) korrigiert um Veränderungen für Dividenden oder Kapitalerhöhungen entspricht. Die $EK\text{-Rendite}_{\text{ohne Leverage}}$ ist korrigiert um den Lev (Verschuldungsgrad), wobei i der Zinssatz für die langfristige Finanzierung ist.

3. Kostenstruktur

3.1 Relevanz der Kostenstruktur

3.1.1 Einfluss der laufende Kosten auf die Rendite

Die laufenden Kosten von Immobilienanlagen beeinflussen die Rendite. Diese hängt jedoch nicht nur von der Art der Anlage (direkt oder indirekt) ab, sondern auch von der rechtlichen Form. Weiter ist bekannt, dass neben der Objektgrösse auch die Anzahl der Objekte einen Einfluss auf die laufenden Betriebskosten hat (Sebastian et al., 2012, S. 15).

Verschieden Studien (Gil-Bazo & Ruiz-Verdu, 2009, S. 1; Houge & Wellman, 2007, S. 23–27) zeigen, dass Anlageprodukte mit hohen Betriebskosten im Verhältnis zum Total Return öfters schlechter abschneiden als günstiger betriebene Produkte. Höhere Kosten für ein besseres und effizienteres Management der Produkte sind nur sinnvoll, wenn eine risikogerechte Mehrrendite gegenüber dem Markt erreicht werden kann.

Der Zusammenhang von Management-Kosten und Rendite wurde verschiedentlich untersucht. So ergibt die Untersuchung von Gil-Bazo und Ruiz-Verdu (2009, S. 1), dass es sogar einen negativen Zusammenhang zwischen den Management Kosten und der Rendite vor Management Kosten gibt. Das bedeutet, dass die schlecht performenden Produkte sogar höhere Gebühren aufweisen.

3.1.2 Kostentransparenz

Kostentransparenz von Anlagemöglichkeiten ist immer wieder ein Thema (Ferber, 2013; Skaanes, 2014, S. 14). Das Interesse von Analysten, Vermögens- und Pensionskassenverwalter sowie Privatinvestoren geht in die Richtung von Kostenkennzahlen, um Vergleiche zu ermöglichen und Investitionsentscheidungen zu treffen.

In einer Präsentation zur Kostentransparenz legt Kupper Staub dar, dass Intransparenz Unsicherheit und Misstrauen schaffe. Aufgrund der ex post Kostenbetrachtung gebe es zudem bessere Möglichkeiten für ex ante Überlegungen (2015, S. 4–5).

3.1.3 Entscheidungen der Investoren

Gemäss verschiedenen Untersuchungen (Houge & Wellman, 2007, S. 23–27) sind sich Investoren der Transaktionskosten bei einer Investition bewusst. Dagegen schenken sie den laufenden Kosten der Anlage deutlich weniger Aufmerksamkeit. Dies obwohl Transaktions- und laufende Kosten die Rendite einer Anlage beeinflussen. Barber, Odean und Zheng (2005, S. 2095) stellen bei Anlagefonds fest:

„We argue that the purchase decisions of mutual fund investors are influenced by salient, attention-grabbing information. Investors are more sensitive to salient, in-your-face fees, like front-end loads and commissions, than operating expenses; they buy funds that attract their attention through exceptional performance, marketing, or advertising”.

Die Untersuchung wurde im Zusammenhang mit Anlagefonds vorgenommen. Die Ergebnisse dürften sich jedoch auch auf andere indirekte Anlagen übertragen lassen.

3.1.4 Skalenerträge

Der Einfluss der Grösse eines Anlagevehikels auf die Kosten und Rendite der Anlage wurde untersucht, und es wurde festgestellt, dass bei REITs die Grösse einen wesentlichen Einfluss auf die Betriebskosten hat. Grössere REITs haben tiefere Kostenquoten (Ambrose et al., 2005, S. 341). Dies erscheint für die Beschaffung von Dienstleistungen wie Verwaltung und Controlling plausibel. Die Grösse könnte jedoch auch zu mehr Komplexität und somit höheren Kosten führen. Grössere Vehikel profitieren von einem höheren Know-how im Investitionsprozess oder können sich auf Sektoren (z.B. Retail) spezialisieren (Sebastian et al., 2012, S. 8). Martel betrachtete die TER von Anlagestiftungen und -fonds und bemerkte, dass die absoluten Managementvergütungen von grossen Anlagefonds sehr hoch ausfallen. Ihres Erachtens entschädigt dies mehr als die erbrachte

Leistung. Sie meint, dass die Managementleistungen effizienter zu erbringen wären und die Gebühren tiefer sein könnten (2014).

Im Folgenden wird betrachtet, ob es einen Zusammenhang zwischen den Betriebskosten und der Grösse des Anlagevehikels gibt. Bei den Schweizer Immobiliengesellschaften kann gemäss der folgenden Analyse (Abbildung 2) nicht festgestellt werden, ob es einen aussagekräftigen Zusammenhang zwischen der Betriebskostenquote (Bilanzsumme) und der Bilanzsumme der Gesellschaft gibt. Auf den ersten Blick erkennt man einen Trend, der jedoch nicht signifikant ist.

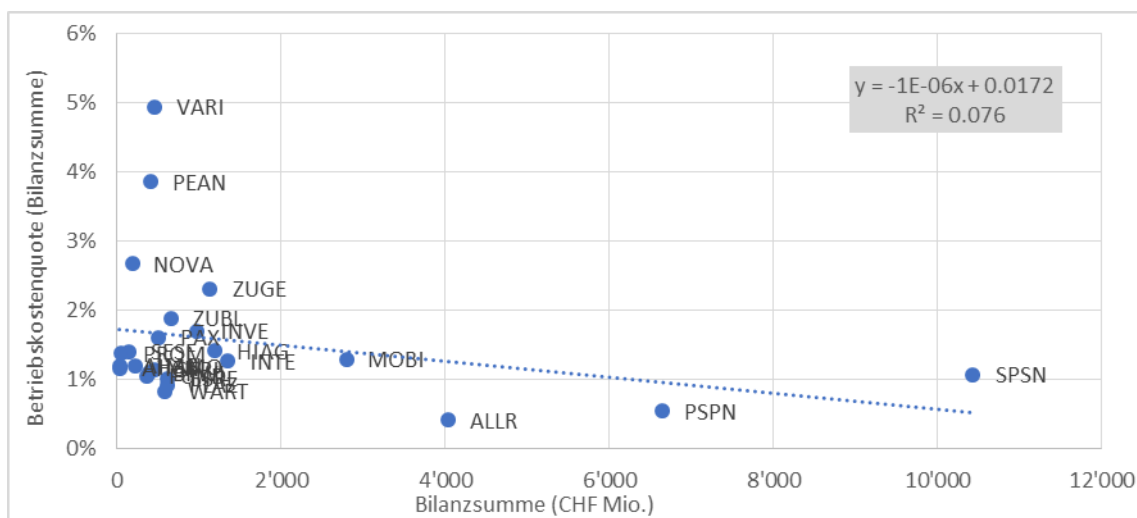


Abbildung 2: Betriebskostenquote (Bilanzsumme) und Bilanzsumme Gesellschaften

In der Abbildung 2 fallen mit Peach Property und Varia zwei Ausreisser auf, die über eine kleine Bilanzsumme und eine hohe Betriebskostenquote verfügen⁸. Die gleiche Analyse ohne die beiden Ausreisser führt zu keinem aussagekräftigeren Zusammenhang zwischen den beiden Werten ($y = -1.1498E-06x + 0.01723$; $R^2: 0.0760$).

Die Aussagekraft der Analyse konnte auch nicht durch eine Fokussierung auf ein Segment (z.B. nur Rendite) oder durch das Weglassen der grössten/kleinsten Gesellschaften erhöht werden.

Bei den Schweizer Immobilienfonds (Abbildung 3) zeigt die ähnliche Analyse zwischen Betriebskosten und Bilanzsumme⁹ auch keinen signifikanten Zusammenhang.

⁸ Vgl. Erläuterung der Ursachen in Kapitel 4.2.1 Alle Gesellschaften

⁹ Zur Ermittlung der Bilanzsumme wurde die Marktkapitalisierung um das Agio [Marktkapitalisierung / (1 + Agio) = Nettovermögen] sowie das Nettovermögen um die Verschuldungsquote korrigiert [Nettovermögen / (1 – Verschuldungsquote) = Bilanzsumme].

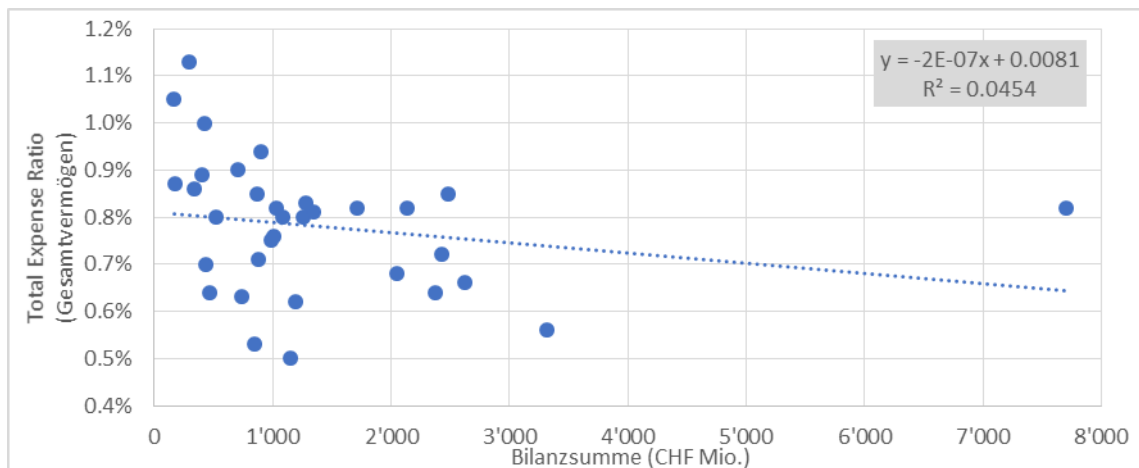


Abbildung 3: Total Expense Ratio (Gesamtvermögen) und Bilanzsumme Anlagefonds (Credit Suisse, Datastream, Jahres- und Halbjahres der Fonds in galledia verlag, 2017, S. 50)

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass es zwar Studien gibt, die einen Zusammenhang zwischen Betriebskosten und der Grösse des Anlagevehikels feststellen (Gil-Bazo & Ruiz-Verdu, 2009, S. 1; Houge & Wellman, 2007, S. 23–24; Lee & Morri, 2015, S. 501). Bei den Schweizer Immobiliengesellschaften und Immobilienfonds kann das aber nicht nachgewiesen werden.

3.1.5 Bedeutung von hohen oder tiefen Kosten

Die Frage, ob hohe Kosten gut oder schlecht sind, kann nicht pauschal beantwortet werden. So schneiden die günstigsten Gesellschaften, wie zum Beispiel PSP Swiss Property AG und Allreal Holding AG (Allreal) besser ab als Varia und die PAX Anlage AG (PAX), welche wesentlich höhere Betriebskosten aufweisen¹⁰.

Ein Investor will, dass seine Anlagen gut verwaltet und betreut werden. Er bezahlt für die angemessene und in seinem Interesse nachhaltig vorgenommene Verwaltung. Er sucht nicht den günstigsten Anbieter, der nichts unternimmt und somit Chancen verpasst. Vielmehr hebt sich der Anbieter ab, der das richtige Gleichgewicht zwischen Kosten und Leistung erbringt. So sind hohe Kosten angemessen, wenn damit eine risikogerechte Mehrrendite abgegolten wird. Der Investor bezahlt das Management gut, wenn dieses gute Transaktionen vornimmt und das Portfolio effizient verwaltet. Dies auf der Vermögens- sowie auf der Finanzierungsseite (z.B. Verschuldungsgrad).

Kupper Staub (2015, S. 15) hat Kosten in der folgenden Abbildung 4 dargestellt, welche die Überlegungen von Kosten und Risiko-/Ertragseigenschaften aufzeigt. Die Investition

¹⁰ Vgl. Tabelle 7.

sollte möglichst oben links im grünen Bereich getätigt werden und bei tiefen Betriebskosten gute Risiko- und Ertragseigenschaften aufweisen.



Abbildung 4: Kosten und Risiko-/Ertragseigenschaften (in Anlehnung an Kupper Staub, 2015, S. 15)

3.2 Kennzahlen und Berechnungsmöglichkeiten

Eine allgemein gültige Kennzahl für die Kostenquote bei Immobiliengesellschaften gibt es nicht. Das dürfte auf die Vielseitigkeit der Aktivitäten und die tiefe und effiziente Regulierung zurückzuführen sein. Ein anerkannter Vergleich stellt die EPRA BPR dar. Die EPRA wurde 1999 gegründet und “[...] strives to establish best practices in accounting, reporting and corporate governance, to provide high-quality information to investors and to create a framework for debate and decision-making on the issues that determine the future of the sector” (European Public Real Estate Association, 2017). Die EPRA BPR können von den Gesellschaften freiwillig angewendet werden, wobei sich zeigt, dass sämtlichen grösseren Immobiliengesellschaften den Grossteil der vorgeschlagenen Offenlegungen vornehmen. In der Schweiz berechnen und publizieren Mobimo Holding AG (Mobimo), SPS, PSP, Allreal und HIAG die EPRA Kennzahlen (Deloitte; & European Public Real Estate Association, 2016, S. 15). Die EPRA BPR sind eine Anleitung für Kennzahlen in den Kategorien Earnings, NAV, Tripple Net Asset Value¹¹, Net initial yield, Vacancy Rates und Costs Ratios (European Public Real Estate Association, 2016, S. 5). Der Fokus der EPRA liegt klar auf den klassischen Gesellschaften mit laufenden Erträgen aus den Renditeliegenschaften und weniger auf Gesellschaften mit zusätzlichen Aktivitäten. Das EPRA Cost Ratio setzt die Kosten im Verhältnis zum Umsatz (Gross Rental Income) fest, wogegen sich die verbreiteten Kostenquoten von Anlagefonds oder Anlagestiftungen jeweils gegenüber der Bilanzsumme oder dem Eigenkapital bemessen.

¹¹ EPRA NNNAV basiert auf dem EPRA NAV, angepasst für die Marktwerte von Finanzinstrumenten und Finanzverbindlichkeiten sowie latenten Steuern (European Public Real Estate Association, 2016, S. 5).

Gemäss EPRA hat das Cost Ratio folgenden Zweck: „A key measurement to enable meaningful measurements of the charges in a company’s operating costs” (European Public Real Estate Association, 2016, S. 5).

Die Swiss Funds & Asset Management Association (SFAMA) hat Fachempfehlungen herausgegeben, die im Rahmen der Selbstregulierung der Fondswirtschaft angewendet werden. Darin spielt die Fondsbetriebsaufwandsquote (Total Expense Ratio - Real Estate Funds) eine wichtige Rolle zur Darstellung des Betriebsaufwands (Swiss Funds & Asset Management Association, 2016, S. 1, 9).

Die Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (KGAST) gibt vor, wie direkt in der Schweiz investierenden Immobilien-Anlagegruppen Kennzahlen berechnen müssen (Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen, 2016, S. 10–12). Die Betriebsaufwandsquote (Total Expense Ratio - Immobilien Sondervermögen Anlagestiftungen) wird in Prozent des durchschnittlichen Gesamtvermögens (Bilanzsumme) und in Prozent des durchschnittlichen Nettovermögens (Eigenkapital) berechnet.

Es ist zu unterscheiden, ob die Kostenquote im Vergleich zur Gesamtvermögen (Bilanzsumme) oder zum Nettovermögen (Eigenkapital) berechnet wird. Aus Investorensicht wird die Unternehmensleistung an der Veränderung des Eigenkapitals gemessen. Somit „bezahlt“ der Investor die Kosten zum Nettovermögen. Wie bereits im Rahmen der Definitionen erläutert, treiben das Gesamtvermögen sowie die Finanzierungsstruktur die Kosten. In der folgenden graphischen Darstellung kann jedoch kein signifikanter Zusammenhang zwischen dem Verschuldungsgrad und der Betriebskostenquote (Bilanzsumme) festgestellt werden.

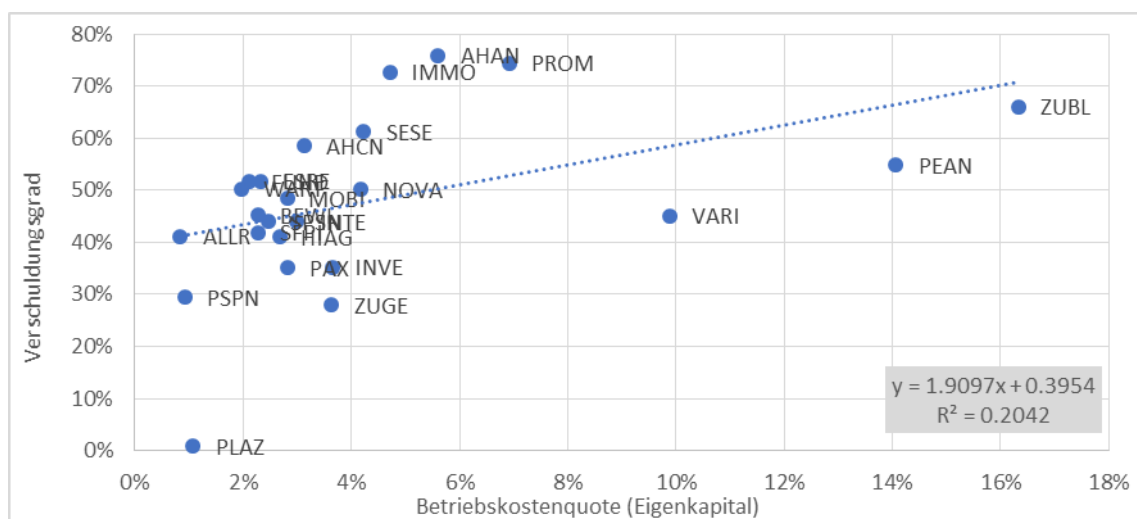


Abbildung 5: Verschuldungsgrad und Betriebskostenquote (Eigenkapital)

3.3 Kostenquoten im Vergleich

Die Kosten von verschiedenen indirekten Anlageformen können wegen der unterschiedlichen Berechnungsmethoden nicht ohne weiteres verglichen werden. Im Folgenden wird versucht, die Kosten anhand von publizierten oder berechneten Quoten vergleichbar zu machen. Die Abbildung 6 zeigt die Quoten von Immobilienanlagefonds und Gesellschaften.

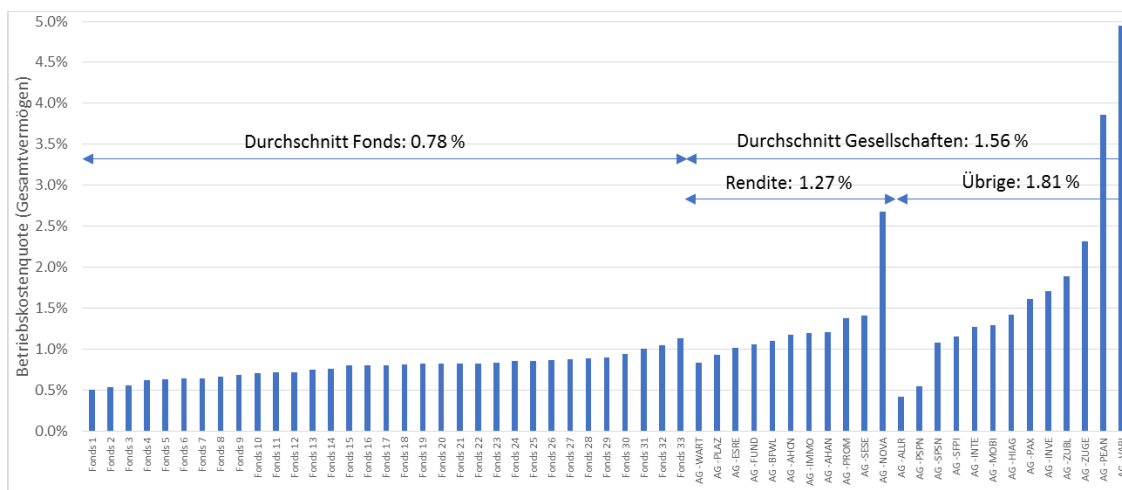


Abbildung 6: Betriebskostenquoten Anlagefonds und Gesellschaften (Gesamtvermögen) (in Anlehnung an Skaanes, 2014, S. 14; Credit Suisse, Datastream, Jahres- und Halbjahresbericht in galledia verlag, 2017, S. 50)

In der Abbildung 6 fällt auf, dass die Kostenquoten innerhalb den Anlageformen unterschiedlich sind. So beträgt die Kostenbreite (Gesamtvermögen) bei Anlagefonds zwischen 0.5 und 1.1 Prozent und bei den Gesellschaften zwischen 0.4 und 4.9 Prozent. Im Durchschnitt schneiden die Anlagefonds mit 0.78 Prozent um die Hälfte günstiger ab als die Gesellschaften (1.56 Prozent).

In einer Präsentation von Skaanes (2014, S. 14) wird aufgezeigt, dass Anlagestiftungen mit einer durchschnittlichen Kostenquote (Basis Gesamtvermögen) von 0.69 Prozent nochmals deutlich günstiger sind als Immobilienfonds (1.06 Prozent) oder Gesellschaften (1.63 Prozent). Die Kennzahlen von Skaanes weichen bei den Gesellschaften nur unwesentlich von den Berechnungen in dieser Arbeit ab. Bei den Anlagefonds fällt die Differenz, womöglich durch die Methode der Berechnung von Skaanes, grösser aus.

Die Gründe für die unterschiedlichen Kosten der Anlageformen sind vielseitig. Neben dem Geschäftsmodell, der Grösse, der Komplexität und der Finanzierung spielt auch die rechtliche Struktur eine Rolle. Diese beeinflusst wiederum die anzuwendenden Regelwerke und die Steuersituation. Abschliessend spielen der Vertrieb, die Kotierung und die

Art der Investoren (privat- oder institutionell) eine Rolle. Es erscheint plausibel, dass Anlagestiftungen günstiger abschneiden, weil sie weniger reguliert und steuerbefreit sind (mehrheitlich oder zumindest in der Schweiz) sowie im klassischen Renditebereich mit wenig Verschuldung tätig sind. Dazu kommt, dass Anlagestiftungen üblicherweise Ausgabe- und Abgabekommissionen verrechnen. Die Anlagefonds werden auch von Privatinvestoren gekauft, sind kotiert und reguliert, was sich auf die Kosten auswirken dürfte. Die Regulierung umfasst im Wesentlichen die Unterstellung unter das Bundesgesetz über die kollektive Kapitalanlage (KAG) vom 23. Juni 2016, Stand 1. Juli 2016 (SR 951.31) und die Aufsicht des Fonds, der Depotbank und der Fondsleitung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA). Die Immobiliengesellschaften schneiden aufgrund von oft vielfältigen Geschäftsmodellen am teuersten ab, wobei Gesellschaften im Segment Rendite günstiger betrieben werden.

Die Gesellschaften im SXI Real Estate® Shares Index¹² schneiden bei der Aktienrendite, Dividendenrendite sowie beim Sharp-Ratio besser ab als Anlagefonds, wie die folgende Tabelle 4 zeigt:

	Rendite		Volatilität		Share Ratio		Dividenden-Rendite	
	SXI Real Estate® Shares	SXI Real Estate® Funds	SXI Real Estate® Shares	SXI Real Estate® Funds	SXI Real Estate® Shares	SXI Real Estate® Funds	SXI Real Estate® Shares	SXI Real Estate® Funds
Über 3 Jahre	11.6%	8.5%	11.2%	10.0%	1.03	0.88	4.2%	2.9%
Über 5 Jahre	7.8%	5.7%	10.5%	9.0%	0.74	0.65	4.2%	3.0%

Tabelle 4: Daten SIX Real Estate (Total Return) (SIX Swiss Exchange, 2017, S. 2)

4. Empirische Analyse

4.1 Einführung

In diesem Kapitel werden das Vorgehen und die Datengrundlagen für die Analyse dargestellt. Basierend auf den Daten aus den Geschäftsberichten der Immobiliengesellschaften wird eine Regressionsanalyse erstellt. Es soll untersucht werden, ob ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Höhe der Betriebskostenquote und der Unternehmensrendite besteht.

Die empirische Analyse basiert auf fünf Schritten, die im Folgenden beschrieben werden.

¹² Zusammensetzung per 23.07.2017: Allreal, BFW Liegenschaften, HIAG, Intershop, Investis, Mobimo, Piazza, PSP, Swiss Finance & Property Invest, SPS, Varia, Warteck, Züblin und Zug Estates (14 Gesellschaften).

4.1.1 Datengrundlage Geschäftsberichte

Die Daten für die Erhebung stammen aus den Geschäftsberichten der Gesellschaften. Diese sind auf deren Homepage aufgeschaltet und abrufbar¹³. Die Finanzberichte¹⁴ zeigen jeweils mindestens eine Vergleichsperiode, weshalb die Erhebung über die letzten fünf Jahre (2012-2016) anhand der Finanzberichte 2013 bis 2016 vorgenommen werden konnte¹⁵.

4.1.2 Datenerhebung

Es wurden die unten aufgeführten Werte über fünf Perioden aus den Finanzberichten erhoben. Beim Eigenkapital wurde zudem das Eröffnungseigenkapital per 1. Januar 2012¹⁶ erfasst.

- Bilanzsumme
- Eigenkapital (inkl. Minderheiten)
- Veränderung Eigenkapital gegenüber der Vorperiode (insb. Dividenden, Kapitalerhöhungen)
- Verzinliche Verbindlichkeiten (insb. Hypotheken, Obligationen oder Bankkredite)
- Jahresergebnis
- Unterhalts- und Betriebskosten (z.B. Personalaufwand, Verwaltungsaufwand, Administrationsaufwand, Beratungsaufwand, direkter Aufwand Renditeliegenschaften, Energie- und Hauswartung, etc.)

Die Geschäftsjahre der Gesellschaften enden per 31. Dezember¹⁷. Beim abweichenden Geschäftsjahr von Züblin (31. März) wurde dieses immer der Vorperiode zugerechnet (31. März 2017 wird Geschäftsjahr 2016).

Bei Gesellschaften, die in den letzten fünf Jahren gegründet oder kotiert wurden, wurde das erste Geschäftsjahr nur verwendet, wenn die Daten für die Analyse als aussagekräftig beurteilt wurden. Solche Perioden können durch einmalige Gründungs- und Organisationskosten beeinflusst werden, wie zum Beispiel der Geschäftsbericht 2014 von Novavest

¹³ Vgl. Anhang B: Quellen GeschäftsberichteAnhang B: Quellen Geschäftsberichte.

¹⁴ Der Finanzbericht ist Teil des Geschäftsberichts.

¹⁵ Vgl. Anhang C: Quellen Geschäftsberichte.

¹⁶ Ausnahme Züblin: 1. April 2013.

¹⁷ Vgl. Anhang C: Quellen Geschäftsberichte.

Real Estate AG (Novavest; Novavest Real Estate, 2015, S. 37, 54) zeigt. Bei den folgenden Gesellschaften stellten sich Fragen zur Aussagekraft von Perioden. Folgende Entscheidungen wurden gefällt:

- Novavest 2013: Das erste Geschäftsjahr mit wesentlicher Abweichung gegenüber den anderen Perioden und einem Periodenverlust wurde in der Analyse nicht berücksichtigt.
- PLAZZA 2014: Die Gesellschaft wurde im 2015 als Abspaltung der Conzetta gegründet. Die Basis für die „pro-forma“-Zahlen 2014 bilden interne Konsolidierungsinformationen, welche in der Analyse berücksichtigt wurden. Die „pro-forma“-Zahlen haben keine Auffälligkeiten ergeben.
- Varia 2016: Die Periode umfasst den Zeitraum vom 28. September 2015 bis 31. Dezember 2016 (Langjahr) und wurde in der Analyse als Jahr 2016 berücksichtigt. Weil Quoten analysiert werden, hat das Langjahr keinen Einfluss auf die Berechnung.
- Zug Estates 2012: Gründung im 2012 und teilweise auf „pro-forma“-Finanzinformationen basierend. Geschäftsjahr 2012 wurde nicht berücksichtigt, da es als nicht aussagekräftig beurteilt wurde.
- Intershop hat im 2013 die Rechnungslegung von IFRS auf FER umgestellt (Intershop Holding, 2014, S. 42–43). Für die Datenerhebung 2012 wurden die angepassten FER Werte verwendet, welche vergleichbar sind.
- SPS hat anfangs März 2017 angekündigt die Rechnungslegung von IFRS auf FER umzustellen (Swiss Prime Site, 2017b, S. 2). Auf die Datenerhebung hatte dies keinen Einfluss.

4.1.3 Datenbereinigung

Die Rechnungslegung der Gesellschaften lässt Möglichkeiten in der Darstellung der Ergebnisse und der Gliederung der Ergebnisrechnungen zu¹⁸. Innerhalb der Aufwandsarten und den dazugehörigen Anhangsangaben werden wiederum unterschiedliche Aufschlüsselungen und Bezeichnungen verwendet.

Im Rahmen der Datenbereinigung ging es darum, die Aufwendungen zu harmonisieren. Es werden die Kosten für andere Segmente herausgerechnet, und die Kosten in den Liegenschaftsaufwand und den Betriebsaufwand unterteilt.

¹⁸ Vgl. Kapitel 2.2 Rechnungslegung.

Der Aufwand für Unterhalt und Reparatur wird bei SE Swiss Estates, Peach Property Group (Peach Property), PAX, Mobimo, Investis und den ACRON Einheiten (ACRON HELVETIA I Immobilien AG und ACRON HELVETIA III Immobilien AG) nicht separat dargestellt, sondern unter Liegenschaftsaufwand (oder ähnlich) ausgewiesen. Dieser umfasst neben dem Unterhalts- und Reparaturaufwand auch Verwaltungs- und Bewirtschaftungsaufwand. Aus diesem Grund wurden Korrekturen zwischen Liegenschaftsaufwand und Betriebsaufwand vorgenommen, um den Unterhalts- und Reparaturaufwand separat darzustellen. Die getroffenen Annahmen zur Korrektur führen zu einer durchschnittlichen Unterhalts- und Reparaturaufwandsquote von 8.9 Prozent¹⁹ der Nettomieteinnahmen (Durchschnitt über fünf Jahre).

Personalaufwand und andere Betriebsaufwendungen, welche weiteren Segmenten zugerechnet werden können, werden separat dargestellt. Insbesondere bei SPS, Investis und Allreal fallen hohen Aufwendungen in anderen Segmenten an. Die Elimination wurde anhand der Berichterstattung zu den Geschäftssegmenten nach FER 31/8 und IFRS 8 vorgenommen. Bei Mobimo und Peach Property, die wesentlich im Segment Entwicklung tätig sind, konnte keine Korrektur vorgenommen werden. Die Zahlen werden nicht offen gelegt.

Sechs Gesellschaften erfassen die aktivierten Eigenleistungen nicht als Aufwandsreduktion, sondern als Erträge. Bei Espace, Peach Property, Allreal, Mobimo, PSP und HIAG wurden entsprechende Korrekturen vorgenommen.

Sämtliche Daten und die vorgenommenen Bereinigungen sind im Anhang A offengelegt.

4.1.4 Berechnung der Kennzahlen

Aufgrund er bereinigten Daten wurden Kennzahlen berechnet, die im Folgenden in den Trendanalysen verwendet werden können. Folgende Kennzahlen wurden berechnet²⁰:

- Betriebskostenquote (Bilanzsumme)
- Betriebskostenquote (Eigenkapital)
- Gesamtkapitalrendite
- Eigenkapitalrendite
- Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)

¹⁹ Vgl. Anhang A: Kennzahlen pro Gesellschaft (Durchschnitt aller Gesellschaften).

²⁰ Vgl. Kapitel 2.5 Definitionen von relevanten Kennzahlen.

Zur Berechnung der Eigenkapitalrendite (ohne Leverage) wurden vereinfacht die Renditen der 10-jährigen Obligation der Eidgenossenschaft plus 100 Basispunkte verwendet. Dies ergab folgenden Zinsen im Modell:

	2016	2015	2014	2013	2012
Durchschnitt (Basis 12 Monate)	-0.362%	-0.069%	0.693%	0.949%	0.645%
Risikozuschlag (100 Basispunkte)	1.000%	1.000%	1.000%	1.000%	1.000%
Zinssatz langfristige Finanzierung	0.638%	0.931%	1.693%	1.949%	1.645%

Tabelle 5: Zinssatz langfristige Finanzierung (in Anlehnung Schweizerische Nationalbank, 2017)

Gemäss Geltner (2014, S. 294–300) hängt der gesellschaftsspezifische Zinssatz von ihrem WACC ab, weshalb das obige Vorgehen eine Vereinfachung darstellt. Der unternehmensspezifische Zinssatz ist in den Geschäftsberichten nicht offengelegt und müsste via den Zinsaufwand ermittelt werden. Viele Gesellschaften zeigen keinen reinen Zinsaufwand. Weil dieser auch mit Wechselkurseffekten oder andere Finanzaufwendungen vermischt wird, lässt sich keine sinnvolle Aussage dazu machen. Eine Ableitung vom Kapitalmarkt lässt sich nur bei Gesellschaften mit börsenkotierten Anleihen vornehmen, wobei die Verzinsung nicht immer einer langfristigen Finanzierung entspricht.

Die Kennzahlen wurden auf einer jährlichen Basis pro Gesellschaft berechnet. Da es in einzelnen Perioden jedoch grössere Schwankungen geben kann, wurde Durchschnitt pro Gesellschaft berechnet. Folgende Durchschnitte wurden berechnet.

- Durchschnitt der letzten fünf Jahre (arithmetisches Mittel)
- Durchschnitt der letzten zwei Jahre (arithmetisches Mittel)

Wenn keine Kennzahlen berechnet werden konnten oder aufgrund der Bereinigung ausgelassen wurden, wurde das Jahr ohne Wert berücksichtigt.

4.1.5 Regressionsanalyse

Die Trendlinien wurden mittels Chartfunktion oder den Formelfunktionen (Slope, Intercept und RSQ) von Excel ermittelt. In den Charts wurden jeweils lineare Regressionsgeraden eingezeichnet sowie die Gleichung der Trendlinie und das Bestimmtheitsmass R^2 berechnet. Ein signifikanter Zusammenhang zwischen den eingesetzten Kennzahlen wird durch ein R^2 von mindestens 0.40 angenommen. Allgemeine Trends erkennt man an der Steigung (Slope) der Trendlinie, wobei das R^2 kleiner 0.40 ist. Allgemeine Trends haben eine tiefe Aussagekraft.

4.2 Ergebnisse zu Kennzahlen und Trendanalyse

In diesem Kapitel werden die ermittelten Kennzahlen und die Trendanalyse aller 24 untersuchten Gesellschaften ausgewertet. Durch Gruppierungen wird versucht die Aussagekraft zu erhöhen. Dabei wurden die folgenden Gruppen gebildet, die jeweils einleitend noch weiter erklärt werden:

Gesellschaften	Segmente (1)	Gruppierungen (Auswertungen)								
		Alle	Rendite	Ausreisser (2)	fünf Perioden	10 Grösste	10 Kleinste	Mittel	Management Vertrag	IFRS / FER
Sw iss Prime Site	R, E, S, A	X		X	X	X				IFRS
PSP Sw iss Property	R, E	X			X	X				IFRS
Allreal Holding	R, E, GU	X			X	X				IFRS
Mobimo Holding	R, E	X		X	X	X				IFRS
Intershop Holding	R, E	X			X	X		X		FER
HIA G Immobilien Holding	R, E, A	X		X	X	X		X		FER
Zug Estates Holding	R, E, A	X		X		X		X		FER
Investis Holding Ltd	R, S, A	X		X		X		X		FER
Warteck Invest	R	X	X	X	X	X		X		FER
Espace Real Estate Holding	R	X	X	X	X	X		X		FER
PLAZZA	R	X	X	X				X		FER
Sw iss Finance & Property Inv.	R, E	X		X	X			X	X	IFRS
PAX Anlage	R, E, S	X		X	X			X		FER
Fundamenta Real Estate	R	X	X	X	X			X	X	FER
Varia US Property	R	X	X	X			X	X	X	IFRS
BFW Liegenschaften	R	X	X	X	X		X	X	X	IFRS
Züblin Immobilien Holding	R	X	X		X		X	X		IFRS
Peach Property Group	R, E, GU	X			X		X	X		IFRS
Novavest Real Estate	R	X	X	X			X	X	X	FER
ImmoMentum	R	X	X	X	X		X	X	X	FER
SE Sw iss Estates	R	X	X	X	X		X			FER
Promaxima Immobilien	R	X	X				X		X	FER
ACRON HELVETIA III Imm.	R	X	X	X	X		X		X	FER
ACRON HELVETIA I Imm.	R	X	X	X	X		X		X	FER
Anzahl		24	13	18	18	10	10	16	9	

(1) Segmente: R: Rendite; E: Entwicklung; GU: GU/TU; S: Real Estate Services; A: Andere

(2) Ohne Gesellschaften mit den tiefsten/höchsten Werten

Tabelle 6: Gruppierung für Auswertungen

4.2.1 Alle Gesellschaften

Die Berechnung der statistischen Kennzahlen von allen Gesellschaften hat folgende Resultate ergeben:

Gesellschaften	Segmente (1)	Betriebskostenquote (Bilanzsumme)		Betriebskostenquote (Eigenkapital)		Gesamtkapitalrendite		Eigenkapitalrendite		Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)		Bilanzsumme (CHF Mio.)	Verschuldungsgrad
		2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	letzte	5 J.
Swiss Prime Site	R, E, S, A	1.0%	1.1%	2.4%	2.6%	4.7%	5.0%	6.9%	7.8%	4.5%	5.0%	11'112	44.0%
PSP Swiss Property	R, E	0.5%	0.5%	0.9%	0.9%	3.3%	5.3%	4.4%	6.4%	3.3%	4.9%	7'041	29.5%
Allreal Holding	R, E, GU	0.4%	0.4%	0.8%	0.9%	5.6%	4.9%	7.8%	6.7%	4.9%	4.5%	3'993	41.2%
Mobimo Holding	R, E	1.3%	1.3%	3.1%	2.9%	6.3%	5.1%	11.1%	8.3%	6.5%	5.2%	3'032	45.1%
Intershop Holding	R, E	1.2%	1.3%	3.1%	3.0%	5.6%	6.1%	11.3%	11.5%	6.5%	7.1%	1'397	43.9%
HIAG Immobilien Holding	R, E, A	1.2%	1.4%	2.3%	2.9%	4.6%	5.8%	8.0%	11.1%	5.2%	7.0%	1'334	41.1%
Zug Estates Holding	R, E, A	2.0%	2.3%	3.4%	3.7%	6.4%	6.0%	8.4%	8.0%	6.2%	6.1%	1'265	28.0%
Investis Holding Ltd	R, S, A	1.8%	1.7%	4.0%	3.8%	6.8%	5.7%	10.2%	8.5%	6.9%	6.0%	1'100	35.3%
Wartec Invest	R	0.8%	0.8%	1.8%	2.0%	4.1%	4.2%	5.3%	5.6%	3.2%	3.5%	675	50.3%
Espace Real Estate Hld.	R	1.0%	1.0%	2.4%	2.4%	3.5%	3.8%	4.5%	4.5%	2.6%	2.9%	657	51.8%
PLAZZA	R	1.0%	0.9%	1.2%	1.1%	5.7%	5.3%	5.3%	4.9%	5.3%	4.9%	631	0.9%
Swiss Finance & Prop. Inv.	R, E	1.0%	1.1%	2.4%	2.4%	6.8%	5.4%	11.4%	8.0%	6.8%	5.2%	539	41.9%
PAX Anlage	R, E, S	2.1%	1.6%	3.4%	2.9%	3.5%	5.0%	4.3%	9.9%	3.2%	6.8%	504	35.1%
Fundamenta Real Estate	R	1.0%	1.1%	2.3%	2.3%	4.6%	3.9%	6.6%	5.2%	3.5%	3.2%	495	51.7%
Varia US Property	R	4.9%	4.9%	9.9%	9.9%	6.8%	6.8%	8.2%	8.2%	4.8%	4.8%	450	45.1%
BFW Liegenschaften	R	1.1%	1.1%	2.4%	2.3%	4.5%	4.5%	7.8%	6.6%	4.6%	4.3%	431	45.2%
Züblin Immobilien Holding	R	2.2%	1.9%	13.8%	10.1%	6.3%	-2.5%	7.1%	-26.3%	4.3%	-3.6%	384	66.0%
Peach Property Group	R, E, GU	3.8%	3.9%	12.6%	14.5%	6.2%	3.9%	4.3%	0.0%	2.8%	0.9%	350	54.8%
Novavest Real Estate	R	1.8%	2.7%	4.3%	4.5%	3.4%	3.4%	4.7%	3.7%	2.5%	2.2%	349	50.2%
ImmoMentum	R	1.3%	1.2%	5.2%	4.8%	2.6%	3.0%	4.1%	4.4%	1.7%	2.2%	226	72.7%
SE Swiss Estates	R	0.9%	1.4%	3.5%	4.6%	0.6%	4.4%	0.3%	8.3%	0.6%	4.4%	168	61.3%
Promaxima Immobilien	R	1.7%	1.4%	8.1%	9.3%	4.5%	3.8%	10.1%	12.4%	3.7%	3.5%	86	74.4%
ACRON HELVETIA III Imm.	R	1.6%	1.2%	4.4%	3.3%	9.3%	6.7%	18.1%	10.9%	9.2%	5.7%	31	58.6%
ACRON HELVETIA I Imm.	R	1.4%	1.2%	6.4%	5.5%	3.5%	2.4%	9.3%	3.7%	2.9%	2.0%	30	75.9%
Median		1.3%	1.2%	3.2%	3.0%	4.7%	4.9%	7.4%	7.2%	4.4%	4.6%	522	45.2%
Durchschnitt		1.6%	1.6%	4.3%	4.3%	5.0%	4.5%	7.5%	5.8%	4.4%	4.1%	1'512	47.7%
Minimum		0.4%	0.4%	0.8%	0.9%	0.6%	-2.5%	0.3%	-26.3%	0.6%	-3.6%	30	0.9%
Maximum		4.9%	4.9%	13.8%	14.5%	9.3%	6.8%	18.1%	12.4%	9.2%	7.1%	11'112	75.9%

Tabelle 7: Kennzahlen: Alle Gesellschaften

Die Betriebskosten und Eigenkapitalrenditen werden nachfolgend weiter erläutert. Die Tabelle 7 zeigt auch die grossen Unterschiede im Verschuldungsgrad, der zwischen 1 Prozent und 76 Prozent liegt. Der durchschnittliche Verschuldungsgrad beträgt 48 Prozent.

Die durchschnittlichen Betriebskosten betragen 1.6 Prozent (Bilanzsumme) respektive 4.3 Prozent (Eigenkapital). Jeweils die zwei höchsten (rot) und tiefsten (grün) Werte der Betriebskostenquoten sind in der Tabelle 7 hervorgehoben und werden im Folgenden erläutert.

Gegen oben (rot markiert) weichen Peach Property, Varia und Züblin ab. Dies kann bei Peach Property auf die Aktivitäten im Entwicklungsgeschäft zurückgeführt werden. Diese konnten mangels Offenlegung nicht eliminiert werden. Bei Züblin gehen sie auf die Umstrukturierung und den Rückzug aus den Märkten in Frankreich und Deutschland (Züblin Immobilien Holding, 2015, S. 64–66) zurück. Varia ist eine junge und im Aufbau befindliche Gesellschaft, für welche nur eine Datenperiode zur Verfügung steht. Der Durchschnitt ist somit nicht mit den anderen Gesellschaften vergleichbar (Varia US Properties, 2017, S. 70).

Gegen unten (grün markiert) fallen PSP und Allreal auf. Bei PSP kann dem Geschäftsbericht keine Auffälligkeit entnommen werden. Die Gesellschaft ist hauptsächlich im Seg-

ment Rendite tätigt und bewirtschaftet ihre Objekte selber. Aufgrund der 161 Liegenschaften und der Portfoliogrösse respektive Bilanzsumme von CHF 7 Milliarden wirken die Betriebskosten effizient (PSP Swiss Property, 2017, S. 8). Bei Allreal fallen die Kosten noch tiefer aus. Dies bei 61 Liegenschaften (Projekte) und einer Portfoliogrösse von CHF 3.5 Milliarden (Allreal Holding, 2017, S. 167). Aus dem Geschäftsbericht lässt sich dies nicht weiter erklären. Das Resultat entspricht auch der Angabe in der Berichterstattung zu den Geschäftssegmenten. Der Vergleich auf der Ebene Betriebskosten (Eigenkapital) fällt nicht anders.

Die durchschnittliche Eigenkapitalrendite über die Perioden beträgt 7.5 (Durchschnitt 2 Jahre) und 5.8 Prozent (Durchschnitt 5 Jahre) respektive ohne Leverage 4.4 und 4.1 Prozent. In der Tabelle 7 sind wiederum die zwei höchsten (grün) und tiefsten (rot) Werte hervorgehoben.

Gegen unten (rot markiert) fallen Züblin und Peach Property über fünf Jahre und ImmoMentum und SE Swiss Estates über zwei Jahre auf. Bei Züblin ist dies auf die wesentlichen Verluste mit dem Rückzug aus Deutschland und Frankreich zurückzuführen (Züblin Immobilien Holding, 2015, S. 64–66). Bei Peach Property ist dies auf hohe Verluste im Geschäftsjahr 2014 zurückzuführen (Peach Property Group, 2015, S. 8). Beide Gesellschaften hatten zwei angemessene letzte Jahre. Deshalb schneiden zwei andere Gesellschaften, ImmoMentum und SE Swiss Estates, in dieser Periode am schlechtesten ab. Gemäss SE Swiss Estate waren die Jahre von der Konsolidierung und Integration neuer Gesellschaften geprägt. Dies führte im 2016 auch zu einer leichten Abwertungen des Portfolios (SE Swiss Estates, 2017, S. 5, 34). Bei ImmoMentum ist die Abweichung auf die Bilanzierungs- und Bewertungsmethode der Renditeliegenschaften zurückzuführen. Die Gesellschaft bewertet die Renditeliegenschaften nicht zu Marktwerten sondern zu Anschaffungskosten abzüglich der laufenden Abschreibungen, was gemäss FER 18/14 möglich ist. Die jährliche Abschreibung auf den Grundstücken mit Bauten beträgt 1.5 Prozent (ImmoMentum, 2017, S. 40–41, 44). Das reduziert die Eigenkapitalrendite um circa 5 Prozent im 2016. Zudem wurde das Ergebnis nicht von der Neubewertung der Liegenschaften beeinflusst. Das wirkt sich auf das Agio der Gesellschaft aus. So beträgt die Börsenkapitalisierung CHF 94.7 Millionen bei einem Eigenkapital von CHF 54.6 Millionen (ImmoMentum, 2017, S. 4, 43).

Die Ursache für die gegen oben (grün markiert) abschneidenden Gesellschaften und deren hohe Eigenkapitalrenditen ist schwieriger zu erkennen. Möglichkeiten wären Vorteile aus

der Finanzierung aufgrund des Verschuldungsgrads und der tieferen Zinsen, Aufwertungen auf dem Bestand oder gute Ergebnisse in anderen Segmenten (z.B. Entwicklung).

In der Analyse zwischen den Betriebskosten (Eigenkapital) und der Eigenkapitalrendite kann man einen Trend feststellen, wie die Abbildung 7 zeigt. In der gleichen Analyse mit der Eigenkapitalrendite (ohne Leverage) wird der Trend verstärkt jedoch mit einer tieferen Signifikanz (Abbildung 8). Es ist erkenntlich, dass höhere Betriebskosten (Bilanzsumme) zu einer tieferen Eigenkapitalrendite oder Eigenkapitalrendite (ohne Leverage) führen.

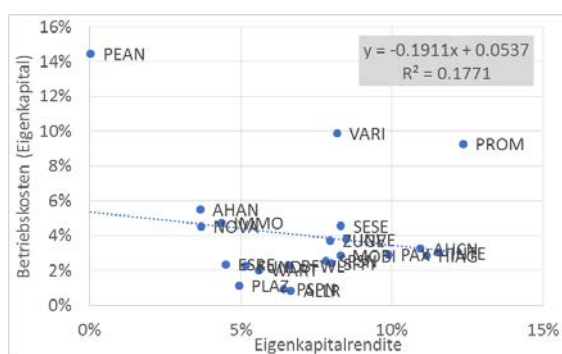


Abbildung 7: Regressionsgerade (5 Jahre) Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite

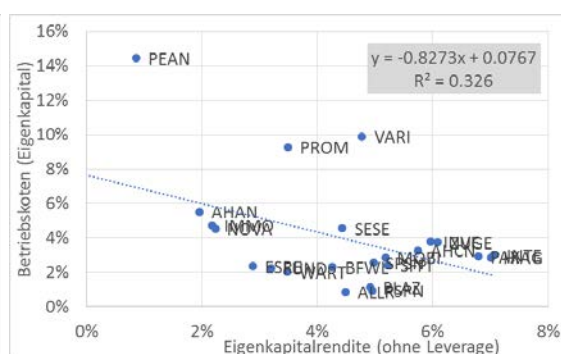


Abbildung 8: Regressionsgerade (5 Jahre) Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)

Die Trendanalysen zwischen den Betriebskosten (Bilanzsumme) und der Eigenkapitalrendite (Abbildung 9) respektive der Eigenkapitalrendite (ohne Leverage, Abbildung 10) zeigt keinen signifikanten Trend zwischen den Datenpunkten.

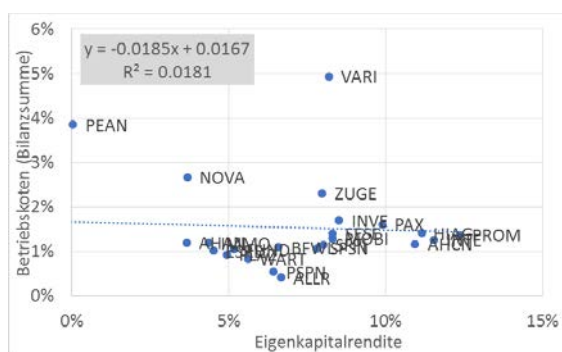


Abbildung 9: Regressionsgerade (5 Jahre) Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite

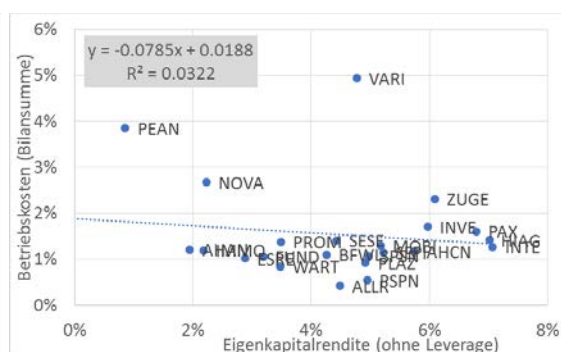


Abbildung 10: Regressionsgerade (5 Jahre) Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)

Die gleichen Analysen wurden auch über die Periode von zwei Jahren erstellt. Der einzige Unterschied ist, dass in Abbildung 7 und Abbildung 8 festgestellten Trends zwischen Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite respektive Eigenkapitalrendite (ohne Leverage) über die kürzere Periode nicht – respektive weniger – bestätigt werden können. Dies ist in den folgenden Abbildung 11 und Abbildung 12 ersichtlich.

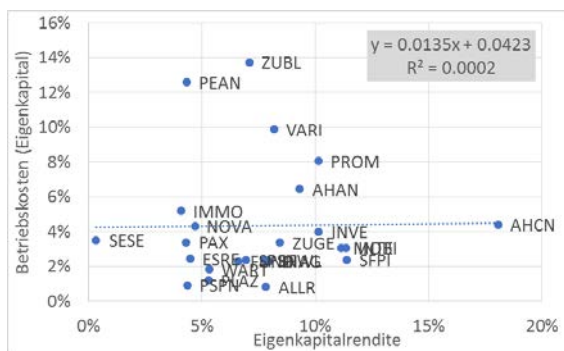


Abbildung 11: Regressionsgerade (2 Jahre) Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite

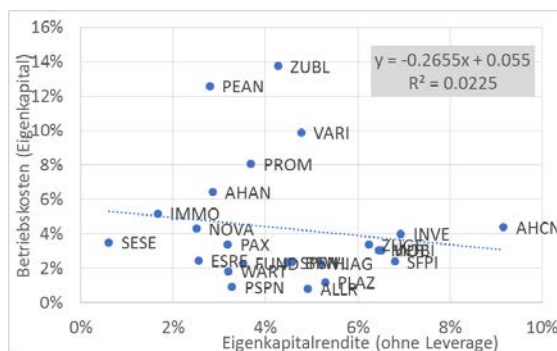


Abbildung 12: Regressionsgerade (2 Jahre) Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)

Da der Trend über zwei Jahre nicht bestätigt werden kann wird im Folgenden geprüft, ob der Zusammenhang in den einzelnen Jahren 2012 bis 2016 festgestellt werden kann. Die Resultate sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

	2016	2015	2014	2013	2012	2015-2016	2012-2016
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.078x+0.033$	$y=-0.568x+0.078$	$y=-0.071x+0.045$	$y=-0.092x+0.042$	$y=-0.099x+0.043$	$y=0.013x+0.042$	$y=-0.191x+0.054$
R ²	0.0499	0.5809	0.1602	0.0838	0.0672	0.0002	0.1771
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.018x+0.014$	$y=-0.053x+0.017$	$y=-0.008x+0.014$	$y=-0.002x+0.013$	$y=-0.016x+0.014$	$y=0.013x+0.015$	$y=-0.018x+0.017$
R ²	0.0180	0.2170	0.0374	0.0005	0.0179	0.0021	0.0181
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.094x+0.035$	$y=-1.191x+0.088$	$y=-0.607x+0.062$	$y=-0.226x+0.047$	$y=-0.282x+0.049$	$y=-0.266x+0.055$	$y=-0.827x+0.077$
R ²	0.0166	0.6061	0.4015	0.0969	0.0970	0.0225	0.3260
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.037x+0.014$	$y=-0.094x+0.017$	$y=-0.06x+0.016$	$y=-0.001x+0.013$	$y=-0.046x+0.015$	$y=0.015x+0.015$	$y=-0.078x+0.019$
R ²	0.0181	0.1588	0.0747	0.0000	0.0278	0.0009	0.0322
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Gesamtkapitalrendite							
Funktion	$y=0.105x+0.01$	$y=0.012x+0.013$	$y=-0.025x+0.015$	$y=0.034x+0.012$	$y=-0.109x+0.018$	$y=0.196x+0.006$	$y=0.032x+0.014$
R ²	0.0935	0.0007	0.0217	0.0162	0.0686	0.1272	0.0034
Kosten→ Rendite	abnehmend	abnehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend

Tabelle 8: Trendanalyse: Alle Gesellschaften

Es zeigt sich, dass nur in zwei von fünf Jahren einen signifikanten Trend zwischen den Betriebskosten (Eigenkapital) und der Eigenkapitalrendite respektive der Eigenkapitalrendite (ohne Leverage) festgestellt werden kann. Der allgemeine nicht signifikante Trend zunehmender Rendite bei tieferen Betriebskosten (Bilanzsumme oder Eigenkapital) kann in den meisten Jahren beobachtet werden.

4.2.2 Segment Rendite

Die gleiche Analyse wurde auf Gesellschaften reduziert, die nur im Segment Rendite tätig sind. Durch das Auslassen von Gesellschaften in anderen Segmenten soll die Streuung der Resultate reduziert und die Aussage verstärkt werden.

Im Segment Rendite fallen zudem Varia und Züblin mit stark abweichenden Kennzahlen auf, weil die Gesellschaften neu (Varia) oder in einer wesentlichen Umstrukturierung (Züblin) sind. Die Kennzahlen wurden deshalb zusätzlich ohne diese beiden Gesellschaften berechnet.

Die folgende Tabelle zeigt die Zusammenfassung der statistischen Kennzahlen der Gesellschaften im Segment Rendite respektive ohne Züblin und Varia. Es lässt sich beobachten, dass die Kennzahlen im Durchschnitt nicht wesentlich von den 24 betrachteten Gesellschaften abweichen.

	Betriebskostenquote (Bilanzsumme)		Betriebskostenquote (Eigenkapital)		Gesamtkapitalrendite		Eigenkapitalrendite		Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)		Bilanzsumme (CHF Mio.)	Verschuldungsgrad
	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	letzte	5 J.
Median	1.3%	1.2%	4.3%	4.5%	4.5%	3.9%	6.6%	5.2%	3.5%	3.5%	384	51.8%
Durchschnitt	1.6%	1.6%	5.0%	4.8%	4.6%	3.8%	7.0%	4.0%	3.7%	3.1%	355	54.2%
Minimum	0.8%	0.8%	1.2%	1.1%	0.6%	-2.5%	0.3%	-26.3%	0.6%	-3.6%	30	0.9%
Maximum	4.9%	4.9%	13.8%	10.1%	9.3%	6.8%	18.1%	12.4%	9.2%	5.7%	675	75.9%
Kennzahlen ohne Züblin und Varia:												
Median	1.1%	1.2%	3.5%	3.3%	4.1%	3.9%	5.3%	5.2%	3.2%	3.5%	349	51.8%
Durchschnitt	1.2%	1.3%	3.8%	3.8%	4.2%	4.1%	6.9%	6.4%	3.6%	3.5%	344	53.9%
Minimum	0.8%	0.8%	1.2%	1.1%	0.6%	2.4%	0.3%	3.7%	0.6%	2.0%	30	0.9%
Maximum	1.8%	2.7%	8.1%	9.3%	9.3%	6.7%	18.1%	12.4%	9.2%	5.7%	675	75.9%

Tabelle 9: Kennzahlen: Segment Rendite

Die einzige Frage stellt sich bei der bis 1.8 Prozent tieferen Eigenkapitalrendite, wobei der Verschuldungsgrad mit 54 Prozent gegenüber 48 Prozent leicht höher ist. Die höhere Verschuldung kann mit der besseren Drittverwendbarkeit der Anlageobjekte zusammenhängen. Die anderen Gesellschaften investieren in Entwicklung oder andere Segmente, welche nicht den gleichen Verwendbarkeitscharakter haben. Löpfe sagt: „Core-Liegenschaften haben eine hohe Drittverwendbarkeit und werden deshalb als „unspezifische Assets“ sinnvollerweise mit einem relativ hohen Fremdkapitalanteil finanziert“ (in Haimann, 2017, S. 20).

Die Trendanalyse des Segments Rendite in Abbildung 13 und Abbildung 14 zeigen teilweise ein ähnliches Bild wie der Analyse über alle Gesellschaften. Im Durchschnitt über fünf respektive zwei Jahre kann kein signifikanter Trend festgestellt werden.

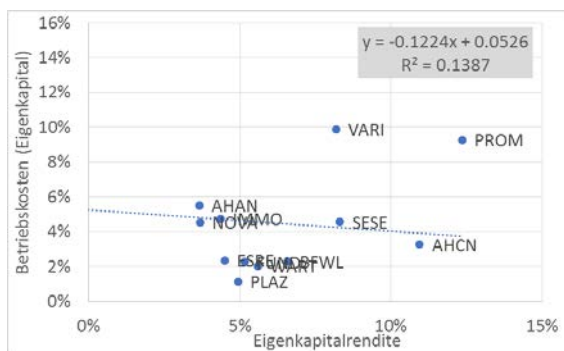


Abbildung 13: Regressionsgerade Segment Rendite (5 Jahre) Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite

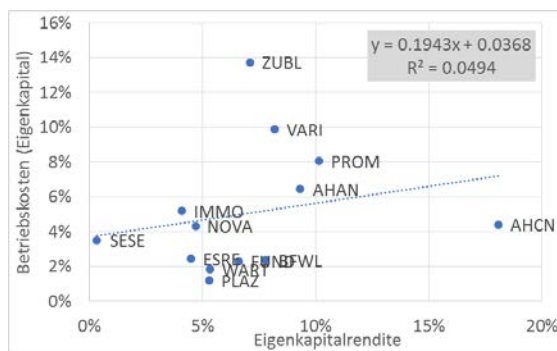


Abbildung 14: Regressionsgerade Segment Rendite (2 Jahre) Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite

Bei der Prüfung der Trends über die einzelnen Jahre ergeben sich die in der folgenden Tabelle dargestellten Ergebnisse:

	2016	2015	2014	2013	2012	2015-2016	2012-2016
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.071x+0.039$	$y=-0.594x+0.076$	$y=-0.049x+0.048$	$y=-0.056x+0.038$	$y=-0.046x+0.036$	$y=0.194x+0.037$	$y=-0.122x+0.053$
R ²	0.0700	0.7209	0.1551	0.1366	0.1232	0.0494	0.1387
Kosten→Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.02x+0.014$	$y=-0.058x+0.015$	$y=-0.006x+0.014$	$y=0.002x+0.012$	$y=-0.004x+0.011$	$y=0.06x+0.012$	$y=-0.004x+0.016$
R ²	0.0357	0.7022	0.0338	0.0024	0.0205	0.0536	0.0014
Kosten→Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.105x+0.041$	$y=-1.5x+0.087$	$y=-0.446x+0.056$	$y=-0.121x+0.04$	$y=-0.122x+0.037$	$y=0.14x+0.045$	$y=-0.632x+0.067$
R ²	0.0342	0.8432	0.2686	0.1017	0.1116	0.0064	0.2186
Kosten→Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.044x+0.014$	$y=-0.13x+0.016$	$y=-0.056x+0.015$	$y=0.011x+0.012$	$y=-0.006x+0.011$	$y=0.125x+0.011$	$y=0.001x+0.016$
R ²	0.0385	0.6586	0.0518	0.0140	0.0064	0.0579	0.0000
Kosten→Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Gesamtkapitalrendite							
Funktion	$y=0.093x+0.011$	$y=-0.1x+0.017$	$y=-0.022x+0.014$	$y=0.047x+0.01$	$y=-0.016x+0.012$	$y=0.22x+0.006$	$y=0.089x+0.013$
R ²	0.1051	0.0770	0.0214	0.1238	0.0236	0.1907	0.0334
Kosten→Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend

Tabelle 10: Trendanalyse: Segment Rendite

Wir erkennen den Zusammenhang zwischen höheren Betriebskosten und tieferer Eigenkapitalrendite, welcher in den meisten Perioden erkenntlich ist. Jedoch ist nur im 2015 ein signifikanter Zusammenhang ersichtlich.

Bei der gleichen Analyse (Abbildung 15 und Abbildung 16), jedoch ohne Varia und Züblin, ergibt sich wiederum kein signifikanter Zusammenhang zwischen den Datenpunkten.

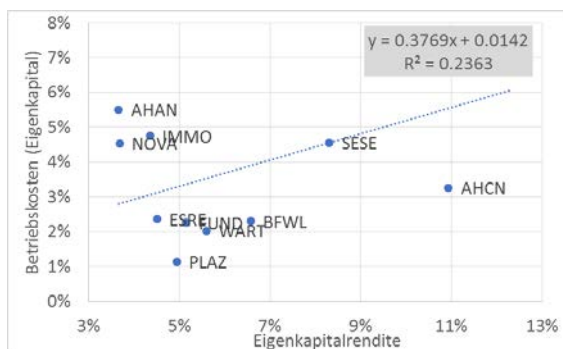


Abbildung 15: Regressionsgerade Segment Rendite Spezial (5 Jahre) Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite

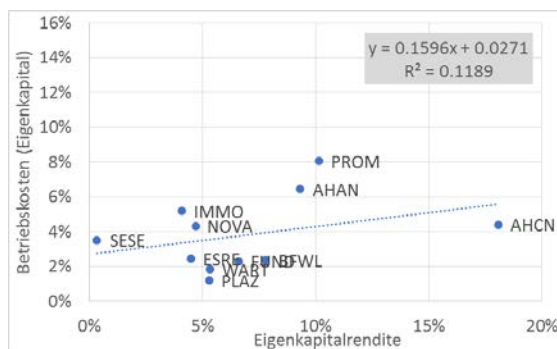


Abbildung 16: Regressionsgerade Segment Rendite Spezial (2 Jahre) Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite

In den Abbildungen wird zudem erkenntlich, dass der Zusammenhang entgegen der Erwartung verläuft und höhere Betriebskosten zu höheren Renditen führen. Das sieht man auch in der Tabelle 11 mit der jährlichen Übersicht. Die Jahre 2013 und 2012 zeigen einen signifikanten Zusammenhang zwischen höheren Betriebskosten (Bilanzsumme) und höheren Eigenkapitalrenditen.

	2016	2015	2014	2013	2012	2015-2016	2012-2016
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	y=0.084x+0.034	y=0.264x+0.02	y=0.267x+0.034	y=0.098x+0.026	y=0.147x+0.02	y=0.16x+0.027	y=0.377x+0.014
R ²	0.0800	0.1819	0.1620	0.1826	0.3746	0.1189	0.2363
Kosten→ Rendite	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	y=0.032x+0.011	y=-0.021x+0.013	y=-0.065x+0.016	y=0.053x+0.008	y=0.041x+0.008	y=0.04x+0.01	y=-0.017x+0.014
R ²	0.2625	0.0423	0.0957	0.6749	0.6343	0.2892	0.0100
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	zunehmend
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	y=0.074x+0.037	y=-0.465x+0.052	y=-0.913x+0.069	y=0.204x+0.024	y=0.285x+0.02	y=-0.083x+0.041	y=-0.607x+0.06
R ²	0.0146	0.1394	0.1018	0.1670	0.2548	0.0079	0.1040
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	y=0.057x+0.011	y=-0.03x+0.013	y=-0.332x+0.022	y=0.112x+0.007	y=0.095x+0.007	y=0.043x+0.011	y=-0.14x+0.018
R ²	0.1890	0.0201	0.1348	0.6408	0.6102	0.0829	0.1174
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Gesamtkapitalrendite							
Funktion	y=0.062x+0.01	y=-0.002x+0.012	y=-0.076x+0.016	y=0.129x+0.005	y=0.112x+0.006	y=0.05x+0.01	y=-0.109x+0.017
R ²	0.1941	0.0001	0.0066	0.6856	0.3869	0.0998	0.0660
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	zunehmend

Tabelle 11: Trendanalyse: Segment Rendite Spezial (ohne Züblin und Varia)

Beim Segment Rendite kann, wie aus Tabelle 10 und Tabelle 11 ersichtlich, kein signifikanter Zusammenhang zwischen den Betriebskosten und der Eigen-/Gesamtkapitalrendite festgestellt werden.

4.2.3 Ohne Ausreisser

In der folgenden Anlyse wurden die beiden Gesellschaften mit den tiefsten und höchsten Betriebskostenquoten (Eigenkapital) und den tiefsten und höchsten Eigenkapitalrenditen (Durchschnitt fünf Jahre) nicht berücksichtigt. Diese Gesellschaften sind in Tabelle 7 farblich hervorgehoben. Weil bei zwei Gesellschaft beide Ausschlusskriterien erfüllt

sind, wurden 18 von 24 Gesellschaften berücksichtigt. Die folgenden Durchschnittswerte weichen nur unwesentlich von der Basis mit sämtlichen 24 Gesellschaften ab.

	Betriebskostenquote (Bilanzsumme)		Betriebskostenquote (Eigenkapital)		Gesamtkapitalrendite		Eigenkapitalrendite		Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)		Bilanzsumme (CHF Mio.)	Veranschuldungsgrad
	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	letzte	5 J.
Median	1.3%	1.2%	3.2%	2.9%	4.6%	5.0%	7.4%	7.9%	4.5%	4.8%	522	45.2%
Durchschnitt	1.5%	1.6%	3.6%	3.5%	4.9%	4.8%	7.5%	7.1%	4.4%	4.5%	1'279	46.3%
Minimum	0.8%	0.8%	1.2%	1.1%	0.6%	2.4%	0.3%	3.7%	0.6%	2.0%	30	0.9%
Maximum	4.9%	4.9%	9.9%	9.9%	9.3%	6.8%	18.1%	11.1%	9.2%	7.0%	11'112	75.9%

Tabelle 12: Kennzahlen: Ohne Ausreisser

In der folgenden Tabelle 13 wird wiederum der Zusammenhang zwischen der Betriebskostenquote und Eigenkapitalrendite dargestellt. Ohne „Ausreisser“ kann weder ein allgemeiner noch ein signifikanter Trend aufgezeigt werden. Das Weglassen der Ausreisser trägt nicht zu einer Verbesserung der Aussagekraft bei.

	2016	2015	2014	2013	2012	2015-2016	2012-2016
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.095x+0.029$	$y=-0.068x+0.036$	$y=-0.224x+0.046$	$y=0.055x+0.027$	$y=0.11x+0.02$	$y=0.076x+0.03$	$y=0.007x+0.035$
R ²	0.0920	0.0191	0.1727	0.0711	0.2648	0.0209	0.0001
Kosten→Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.031x+0.013$	$y=0.04x+0.01$	$y=-0.016x+0.015$	$y=0.038x+0.01$	$y=0.042x+0.008$	$y=0.035x+0.013$	$y=0.051x+0.012$
R ²	0.0455	0.0744	0.0043	0.1740	0.5703	0.0209	0.0156
Kosten→Rendite	abnehmend	abnehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.108x+0.032$	$y=-0.214x+0.041$	$y=-0.37x+0.049$	$y=0.097x+0.026$	$y=0.125x+0.023$	$y=-0.063x+0.039$	$y=-0.205x+0.045$
R ²	0.0288	0.1179	0.1492	0.0574	0.0956	0.0045	0.0273
Kosten→Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.067x+0.012$	$y=0.064x+0.01$	$y=-0.018x+0.015$	$y=0.084x+0.009$	$y=0.078x+0.008$	$y=0.066x+0.012$	$y=0.055x+0.013$
R ²	0.0531	0.1190	0.0017	0.2216	0.5483	0.0234	0.0078
Kosten→Rendite	abnehmend	abnehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Gesamtkapitalrendite							
Funktion	$y=0.099x+0.011$	$y=0.072x+0.01$	$y=0.008x+0.014$	$y=0.122x+0.007$	$y=0.127x+0.005$	$y=0.154x+0.008$	$y=0.304x+0.001$
R ²	0.0997	0.1068	0.0001	0.2665	0.4741	0.1089	0.1484
Kosten→Rendite	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend

Tabelle 13: Trendanalyse: Ohne Ausreisser

4.2.4 Gesellschaften mit fünf Perioden

Die folgende Tabelle zeigt die statistischen Kennzahlen der Gesellschaften, bei denen Daten über fünf Perioden vorhanden sind und berücksichtigt wurden²¹:

	Betriebskostenquote (Bilanzsumme)		Betriebskostenquote (Eigenkapital)		Gesamtkapitalrendite		Eigenkapitalrendite		Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)		Bilanzsumme (CHF Mio.)	Veranschuldungsgrad
	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	letzte	5 J.
Median	1.2%	1.2%	2.8%	2.9%	4.6%	4.7%	7.0%	6.6%	3.9%	4.5%	522	47.7%
Durchschnitt	1.3%	1.3%	4.1%	3.9%	4.8%	4.3%	7.4%	5.1%	4.2%	4.0%	1'800	50.6%
Minimum	0.4%	0.4%	0.8%	0.9%	0.6%	-2.5%	0.3%	-26.3%	0.6%	-3.6%	30	29.5%
Maximum	3.8%	3.9%	13.8%	14.5%	9.3%	6.7%	18.1%	11.5%	9.2%	7.1%	11'112	75.9%

Tabelle 14: Kennzahlen: Gesellschaft mit fünf Perioden

²¹ Folgende Gesellschaften wurden ausgeschlossen: Zug Estates, Investis, PLAZZA, Varia, Novavest und Promaxima.

Die Trendanalyse dargestellt in der Tabelle 15 zeigt ein sehr ähnliches Bild wie der Analyse über alle Gesellschaften. Bis auf 2016 kann in allen Perioden ein Trend festgestellt werden, welcher jedoch im 2015 und teilweise 2014 ein signifikanter Zusammenhang zwischen den Datenpunkten hat.

	2016	2015	2014	2013	2012	2015-2016	2012-2016
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.089x+0.027$	$y=-0.693x+0.079$	$y=-0.086x+0.04$	$y=-0.093x+0.041$	$y=-0.099x+0.043$	$y=-0.058x+0.045$	$y=-0.245x+0.052$
R ²	0.1119	0.7455	0.3137	0.0859	0.0672	0.0041	0.3744
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.023x+0.011$	$y=-0.069x+0.016$	$y=-0.008x+0.013$	$y=-0.003x+0.013$	$y=-0.016x+0.014$	$y=-0.005x+0.014$	$y=-0.028x+0.014$
R ²	0.0622	0.3472	0.1243	0.0029	0.0179	0.0006	0.1058
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.142x+0.029$	$y=-1.471x+0.091$	$y=-0.609x+0.056$	$y=-0.233x+0.046$	$y=-0.282x+0.049$	$y=-0.251x+0.051$	$y=-0.894x+0.074$
R ²	0.0633	0.7348	0.5412	0.1025	0.0970	0.0209	0.4651
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.048x+0.011$	$y=-0.148x+0.018$	$y=-0.062x+0.014$	$y=-0.01x+0.013$	$y=-0.046x+0.015$	$y=-0.015x+0.014$	$y=-0.108x+0.017$
R ²	0.0645	0.3488	0.2311	0.0049	0.0278	0.0017	0.1460
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Gesamtkapitalrendite							
Funktion	$y=0.091x+0.009$	$y=-0.067x+0.016$	$y=-0.033x+0.014$	$y=0.022x+0.011$	$y=-0.109x+0.018$	$y=0.119x+0.008$	$y=-0.088x+0.017$
R ²	0.1420	0.0131	0.1146	0.0089	0.0686	0.0910	0.0594
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend

Tabelle 15: Trendanalyse: Gesellschaften mit fünf Perioden

4.2.5 Zehn grösste Gesellschaften

Die folgende Tabelle zeigt die statistischen Kennzahlen der zehn grössten Gesellschaften (Bilanzsumme):

	Betriebskostenquote (Bilanzsumme)		Betriebskostenquote (Eigenkapital)		Gesamtkapitalrendite		Eigenkapitalrendite		Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)		Bilanzsumme (CHF Mio.)	Verschuldungsgrad
	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	letzte	5 J.
Median	1.1%	1.2%	2.4%	2.7%	5.2%	5.2%	7.9%	7.9%	5.1%	5.1%	1'366	42.6%
Durchschnitt	1.1%	1.2%	2.4%	2.5%	5.1%	5.2%	7.8%	7.8%	5.0%	5.2%	3'161	41.0%
Minimum	0.4%	0.4%	0.8%	0.9%	3.3%	3.8%	4.4%	4.5%	2.6%	2.9%	657	28.0%
Maximum	2.0%	2.3%	4.0%	3.8%	6.8%	6.1%	11.3%	11.5%	6.9%	7.1%	11'112	51.8%

Tabelle 16: Kennzahlen: Zehn grössten Gesellschaft

Bei den Kennzahlen der grössten Gesellschaften fallen die tiefen Durchschnittskosten (Bilanzsumme) von 1.1 bis 1.2 Prozent auf sowie die hohen Eigenkapitalrenditen auf. Die Gruppe schneidet in allen Kennzahlen besser ab als die Auswertung über alle 24 Gesellschaften. Dies trotz des tieferen Verschuldungsgrades gegenüber allen Gesellschaften.

Die Trendanalyse in der Tabelle 17, zeigt einen allgemeinen und teilweise signifikanten Trend, wonach höhere Betriebskostenquoten zu höheren Eigenkapitalrenditen führen.

Das Resultat entspricht nicht der Erwartung und weicht vom allgemeinen, in die andere Richtig gehenden Trend über alle Gesellschaften ab²².

	2016	2015	2014	2013	2012	2015-2016	2012-2016
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.185x+0.01$	$y=0.338x+-0.003$	$y=0.19x+0.013$	$y=0.085x+0.018$	$y=0.152x+0.009$	$y=0.256x+0.004$	$y=0.222x+0.008$
R ²	0.3013	0.6320	0.1912	0.0927	0.2831	0.4175	0.2425
Kosten→ Rendite	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.067x+0.006$	$y=0.163x+-0.002$	$y=0.082x+0.007$	$y=0.036x+0.009$	$y=0.073x+0.004$	$y=0.109x+0.003$	$y=0.106x+0.004$
R ²	0.1634	0.5800	0.1117	0.0467	0.3564	0.3000	0.1821
Kosten→ Rendite	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.346x+0.007$	$y=0.498x+-0.001$	$y=0.326x+0.011$	$y=0.172x+0.016$	$y=0.157x+0.013$	$y=0.442x+0.002$	$y=0.374x+0.006$
R ²	0.3503	0.6004	0.2027	0.1169	0.1250	0.4637	0.2625
Kosten→ Rendite	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.146x+0.004$	$y=0.269x+-0.002$	$y=0.184x+0.004$	$y=0.094x+0.007$	$y=0.083x+0.005$	$y=0.219x+0.001$	$y=0.216x+0.001$
R ²	0.2600	0.6964	0.2007	0.0986	0.1898	0.4508	0.2871
Kosten→ Rendite	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Gesamtkapitalrendite							
Funktion	$y=0.163x+0.003$	$y=0.351x+-0.007$	$y=0.148x+0.005$	$y=0.14x+0.005$	$y=0.055x+0.007$	$y=0.28x+-0.003$	$y=0.41x+-0.009$
R ²	0.2224	0.6327	0.0488	0.0740	0.0427	0.4431	0.3165
Kosten→ Rendite	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend

Tabelle 17: Trendanalyse: Zehn grösste Gesellschaften

4.2.6 Zehn kleinste Gesellschaften

Die folgende Tabelle zeigt die statistischen Kennzahlen der zehn kleinsten Gesellschaften (Bilanzsumme):

	Betriebskostenquote (Bilanzsumme)		Betriebskostenquote (Eigenkapital)		Gesamtkapitalrendite		Eigenkapitalrendite		Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)		Bilanzsumme (CHF Mio.)	Verschuldungsgrad
	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	letzte	5 J.
Median	1.7%	1.4%	5.8%	5.1%	4.5%	3.9%	7.4%	5.5%	3.3%	2.9%	288	59.9%
Durchschnitt	2.1%	2.1%	7.0%	6.9%	4.8%	3.6%	7.4%	3.2%	3.7%	2.6%	250	60.4%
Minimum	0.9%	1.1%	2.4%	2.3%	0.6%	-2.5%	0.3%	-26.3%	0.6%	-3.6%	30	45.1%
Maximum	4.9%	4.9%	13.8%	14.5%	9.3%	6.8%	18.1%	12.4%	9.2%	5.7%	450	75.9%

Tabelle 18: Kennzahlen: Zehn kleinste Gesellschaften

Bei den kleinen Gesellschaften fallen die relativ hohen Durchschnittskosten (Bilanzsumme), teilweise tieferen Renditen und auch die wesentlich höhere durchschnittliche Verschuldung gegenüber dem Durchschnitt aller 24 Gesellschaften auf.

Die Analyse in Tabelle 19 zeigt das bekannte Bild und entspricht den vorgehenden Analysen. Der allgemeine Zusammenhang zwischen Betriebskosten und Eigenkapitalrendite besteht, fällt jedoch nur im 2015 signifikant aus.

²² Vgl. Tabelle 8.

	2016	2015	2014	2013	2012	2015-2016	2012-2016
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.006x+0.062$	$y=-0.584x+0.094$	$y=-0.036x+0.072$	$y=-0.056x+0.059$	$y=-0.057x+0.061$	$y=-0.034x+0.073$	$y=-0.131x+0.073$
R ²	0.0007	0.6850	0.0643	0.0386	0.0259	0.0017	0.1382
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.001x+0.021$	$y=-0.062x+0.019$	$y=-0.005x+0.017$	$y=0.002x+0.016$	$y=-0.008x+0.018$	$y=0.005x+0.02$	$y=-0.006x+0.021$
R ²	0.0002	0.3547	0.0151	0.0010	0.0052	0.0003	0.0028
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.008x+0.062$	$y=-1.611x+0.1$	$y=-0.483x+0.074$	$y=-0.166x+0.062$	$y=-0.169x+0.064$	$y=0.035x+0.069$	$y=-0.711x+0.087$
R ²	0.0002	0.7685	0.2351	0.0546	0.0297	0.0004	0.2392
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.017x+0.02$	$y=-0.156x+0.019$	$y=-0.062x+0.018$	$y=0.003x+0.015$	$y=-0.025x+0.019$	$y=0.09x+0.017$	$y=-0.021x+0.021$
R ²	0.0053	0.3323	0.0562	0.0004	0.0061	0.0267	0.0017
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Gesamtkapitalrendite							
Funktion	$y=0.09x+0.016$	$y=0.196x+0.01$	$y=-0.005x+0.018$	$y=0.044x+0.014$	$y=-0.088x+0.021$	$y=0.263x+0.008$	$y=0.132x+0.016$
R ²	0.0939	0.0551	0.0010	0.0429	0.0342	0.2558	0.0653
Kosten→ Rendite	abnehmend	abnehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend

Tabelle 19: Trendanalyse: Zehn kleinste Gesellschaften

4.2.7 Mittलगrosse Gesellschaften

In der folgenden Analyse wurden nur die mittelgrossen Gesellschaften berücksichtigt. Die vier grössten und kleinsten Gesellschaften (Basis Bilanzsumme) wurden weggelassen.

Die Tabelle 20 zeigt die statistischen Kennzahlen dieser Gruppe. Im Vergleich zur Gruppe mit allen Gesellschaften weist diese leicht höhere Betriebskosten auf. Die Eigenkapitalrenditen fallen jedoch sehr ähnlich aus.

	Betriebskostenquote (Bilanzsumme)		Betriebskostenquote (Eigenkapital)		Gesamtkapitalrendite		Eigenkapitalrendite		Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)		Bilanzsumme (CHF Mio.)	Ver-schuldungs-grad
	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	letzte	5 J.
Median	1.3%	1.3%	3.2%	3.0%	5.1%	4.8%	6.8%	6.1%	4.4%	4.5%	522	45.2%
Durchschnitt	1.8%	1.8%	4.6%	4.5%	5.1%	4.4%	7.0%	4.6%	4.4%	4.0%	674	44.6%
Minimum	0.8%	0.8%	1.2%	1.1%	2.6%	-2.5%	4.1%	-26.3%	1.7%	-3.6%	226	0.9%
Maximum	4.9%	4.9%	13.8%	14.5%	6.8%	6.8%	11.4%	11.5%	6.9%	7.1%	1'397	72.7%

Tabelle 20: Kennzahlen: Mittलगrosse Gesellschaften

Die Trendanalyse für die Gruppe der mittelgrossen Gesellschaften ist in Tabelle 21 dargestellt. Das gezeigte Bild ist bekannt und wurde bereits in anderen Analysen festgestellt. Der allgemeine Zusammenhang zwischen Betriebskosten und Eigenkapitalrendite besteht und fällt nur im 2015 und teilweise im 2014 signifikant aus.

	2016	2015	2014	2013	2012	2015-2016	2012-2016
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.075x+0.033$	$y=-0.641x+0.083$	$y=-0.08x+0.046$	$y=-0.127x+0.047$	$y=-0.116x+0.048$	$y=-0.209x+0.061$	$y=-0.218x+0.055$
R ²	0.0377	0.7279	0.2611	0.1565	0.0837	0.0180	0.2666
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.002x+0.017$	$y=-0.051x+0.019$	$y=-0.005x+0.017$	$y=-0.01x+0.015$	$y=-0.016x+0.017$	$y=-0.022x+0.019$	$y=-0.011x+0.019$
R ²	0.0002	0.2380	0.0170	0.0227	0.0169	0.0023	0.0069
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.126x+0.034$	$y=-1.217x+0.095$	$y=-0.594x+0.063$	$y=-0.294x+0.053$	$y=-0.316x+0.055$	$y=-0.471x+0.067$	$y=-0.774x+0.076$
R ²	0.0231	0.6655	0.5065	0.1663	0.1100	0.0417	0.3324
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.011x+0.017$	$y=-0.093x+0.019$	$y=-0.055x+0.018$	$y=-0.017x+0.015$	$y=-0.049x+0.018$	$y=-0.035x+0.019$	$y=-0.065x+0.021$
R ²	0.0010	0.1995	0.0753	0.0126	0.0280	0.0028	0.0241
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Gesamtkapitalrendite							
Funktion	$y=0.183x+0.007$	$y=-0.012x+0.017$	$y=-0.016x+0.017$	$y=-0.002x+0.015$	$y=-0.113x+0.02$	$y=0.353x+0$	$y=0.067x+0.015$
R ²	0.1075	0.0007	0.0110	0.0001	0.0608	0.1933	0.0155
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend

Tabelle 21: Trendanalyse: Mittelgrosse Gesellschaften

4.2.8 Gesellschaften mit Managementvertrag

Neun der untersuchten Gesellschaften haben einen Management- oder Vermögensverwaltungsvertrag abgeschlossen²³. Die Analysen in Tabelle 22 und Tabelle 23 zeigen die entsprechenden Werte:

	Betriebskostenquote (Bilanzsumme)		Betriebskostenquote (Eigenkapital)		Gesamtkapitalrendite		Eigenkapitalrendite		Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)		Bilanzsumme (CHF Mio.)	Verschuldungsgrad
	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	letzte	5 J.
Median	1.4%	1.2%	4.4%	4.5%	4.5%	3.9%	8.2%	6.6%	3.7%	3.5%	349	51.7%
Durchschnitt	1.8%	1.8%	5.0%	4.9%	5.1%	4.4%	8.9%	7.0%	4.4%	3.7%	293	57.3%
Minimum	1.0%	1.1%	2.3%	2.3%	2.6%	2.4%	4.1%	3.7%	1.7%	2.0%	30	41.9%
Maximum	4.9%	4.9%	9.9%	9.9%	9.3%	6.8%	18.1%	12.4%	9.2%	5.7%	539	75.9%

Tabelle 22: Kennzahlen: Gesellschaften mit Managementvertrag

Die Betriebskostenquoten liegen mit 1.8 Prozent (Bilanzsumme) respektive 4.9 und 5.0 Prozent (Eigenkapital) leicht über dem Durchschnitt aller Gesellschaften. Die Eigenkapitalrendite fällt jedoch um mindestens 1.2 Prozent höher aus als beim Durchschnitt über alle Gesellschaften. Weil der durchschnittliche Verschuldungsgrad dieser Gruppe mit 57.3 Prozent über den Durchschnitt von allen Gesellschaften liegt (47.7 Prozent), fällt die Eigenkapitalrendite (ohne Leverage) im Vergleich mit allen Gesellschaften sehr ähnlich aus.

Die Trendanalyse in Tabelle 23 zeigt, dass es praktisch keinen Zusammenhang zwischen den Betriebskosten und der Eigen- oder Gesamtkapitalrendite gibt.

²³ Vgl. Tabelle 1.

	2016	2015	2014	2013	2012	2015-2016	2012-2016
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=-0.01x+0.054$	$y=0.085x+0.035$	$y=0.295x+0.039$	$y=-0.153x+0.037$	$y=-0.04x+0.032$	$y=-0.001x+0.05$	$y=0.327x+0.026$
R ²	0.0008	0.0331	0.2165	0.4951	0.0041	0.0000	0.1263
Kosten→ Rendite	zunehmend	abnehmend	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.002x+0.019$	$y=-0.039x+0.015$	$y=-0.07x+0.018$	$y=0.006x+0.01$	$y=-0.011x+0.011$	$y=-0.006x+0.018$	$y=0.009x+0.017$
R ²	0.0002	0.2185	0.1094	0.0509	0.0106	0.0004	0.0005
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=-0.072x+0.057$	$y=-0.382x+0.054$	$y=-0.638x+0.068$	$y=-0.269x+0.039$	$y=-0.364x+0.043$	$y=-0.208x+0.059$	$y=-0.197x+0.056$
R ²	0.0103	0.1303	0.0361	0.3907	0.1519	0.0326	0.0092
Kosten→ Rendite	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.02x+0.018$	$y=-0.086x+0.015$	$y=-0.388x+0.024$	$y=0.016x+0.01$	$y=0.051x+0.009$	$y=0.029x+0.016$	$y=0.117x+0.013$
R ²	0.0042	0.2030	0.1186	0.0916	0.1113	0.0031	0.0162
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Gesamtkapitalrendite							
Funktion	$y=0.059x+0.015$	$y=-0.082x+0.016$	$y=0.03x+0.014$	$y=0.003x+0.011$	$y=-0.017x+0.01$	$y=0.17x+0.009$	$y=0.355x+0.002$
R ²	0.0316	0.1138	0.0008	0.0016	0.0141	0.0877	0.1886
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend

Tabelle 23: Trendanalyse: Gesellschaften mit Managementvertrag

4.2.9 FER und IFRS-Anwender

Die folgende Tabelle 24 zeigt die Kennzahlen pro Gruppe FER- und IFRS-Anwender. Wesentliche Unterschiede kann man nicht erkennen, bis auf die höheren durchschnittlichen Betriebsaufwandsquoten bei den IFRS-Anwendern.

	Betriebskostenquote (Bilanzsumme)		Betriebskostenquote (Eigenkapital)		Gesamtkapitalrendite		Eigenkapitalrendite		Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)		Bilanzsumme (CHF Mio.)	Ver-schuldungsgrad
	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	letzte	5 J.
FER												
Median	1.3%	1.3%	3.4%	3.3%	4.5%	4.4%	6.6%	8.0%	3.5%	4.4%	504	50.3%
Durchschnitt	1.4%	1.4%	3.7%	3.7%	4.6%	4.6%	7.4%	7.5%	4.2%	4.5%	597	48.7%
Minimum	0.8%	0.8%	1.2%	1.1%	0.6%	2.4%	0.3%	3.7%	0.6%	2.0%	30	0.9%
Maximum	2.1%	2.7%	8.1%	9.3%	9.3%	6.7%	18.1%	12.4%	9.2%	7.1%	1'397	75.9%
IFRS												
Median	1.1%	1.1%	2.4%	2.6%	6.2%	5.0%	7.8%	6.7%	4.6%	4.8%	539	45.1%
Durchschnitt	1.8%	1.8%	5.3%	5.2%	5.6%	4.3%	7.7%	2.9%	4.7%	3.5%	3'037	45.9%
Minimum	0.4%	0.4%	0.8%	0.9%	3.3%	-2.5%	4.3%	-26.3%	2.8%	-3.6%	350	29.5%
Maximum	4.9%	4.9%	13.8%	14.5%	6.8%	6.8%	11.4%	8.3%	6.8%	5.2%	11'112	66.0%

Tabelle 24: Kennzahlen: FER und IFRS-Anwender

Im Rahmen der Analyse konnte für die IFRS-Anwender ein ähnlicher Trend wie bei allen Gesellschaften festgestellt werden²⁴. In der Tabelle 25 sieht man den gegenläufigen Trend (höhere Betriebskosten führen zu höheren Renditen) für die FER-Anwender, wobei dieser nicht signifikant ist.

²⁴ Vgl. Anhang C: Trendanalyse IFRS-Gesellschaften.

	2016	2015	2014	2013	2012	2015-2016	2012-2016
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.083x+0.032$	$y=0.147x+0.025$	$y=0.093x+0.037$	$y=0.056x+0.029$	$y=0.1x+0.022$	$y=0.128x+0.028$	$y=0.164x+0.025$
R ²	0.0769	0.1003	0.0280	0.0776	0.2205	0.0874	0.0705
Kosten→ Rendite	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.027x+0.013$	$y=0.026x+0.011$	$y=-0.04x+0.017$	$y=0.04x+0.01$	$y=0.046x+0.007$	$y=0.033x+0.012$	$y=0.005x+0.014$
R ²	0.1124	0.0467	0.0472	0.1955	0.6511	0.1140	0.0009
Kosten→ Rendite	abnehmend	abnehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.059x+0.036$	$y=-0.156x+0.042$	$y=-0.466x+0.061$	$y=0.099x+0.028$	$y=0.106x+0.026$	$y=-0.095x+0.041$	$y=-0.333x+0.052$
R ²	0.0093	0.0458	0.1440	0.0632	0.0725	0.0144	0.1020
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.056x+0.012$	$y=0.084x+0.01$	$y=-0.023x+0.016$	$y=0.09x+0.009$	$y=0.081x+0.007$	$y=0.062x+0.011$	$y=0.028x+0.013$
R ²	0.1149	0.2045	0.0034	0.2499	0.5835	0.1158	0.0109
Kosten→ Rendite	abnehmend	abnehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Gesamtkapitalrendite							
Funktion	$y=0.064x+0.012$	$y=0.099x+0.009$	$y=0.037x+0.013$	$y=0.126x+0.007$	$y=0.134x+0.005$	$y=0.07x+0.011$	$y=0.029x+0.013$
R ²	0.1267	0.1819	0.0031	0.2827	0.4955	0.1191	0.0056
Kosten→ Rendite	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend	abnehmend

Tabelle 25: Trendanalyse: FER-Anwender

4.2.10 Exkurs Kennzahlen

Die folgende Tabelle 26 fasst die wichtigsten Kennzahlen pro Gruppe zusammen und ermöglicht einen Vergleich. Die schlechtesten (rot) und besten Kennzahlen (grün) wurden farblich hervorgehoben.

Duchschnitte der Gruppen	Betriebskostenquote (Bilanzsumme)		Betriebskostenquote (Eigenkapital)		Gesamtkapitalrendite		Eigenkapitalrendite		Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)		Bilanzsumme (CHF Mio.)	Ver-schuldungsgrad
	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	2 J.	5 J.	letzte	5 J.
Alle Gesellschaften	1.6%	1.6%	4.3%	4.3%	5.0%	4.5%	7.5%	5.8%	4.4%	4.1%	1'512	47.7%
Alle Rendite	1.6%	1.6%	5.0%	4.8%	4.6%	3.8%	7.0%	4.0%	3.7%	3.1%	355	54.2%
Alle Rendite (ohne Züblin/Varian)	1.2%	1.3%	3.8%	3.8%	4.2%	4.1%	6.9%	6.4%	3.6%	3.5%	344	53.9%
Zehn grösste Gesellschaften	1.1%	1.2%	2.4%	2.5%	5.1%	5.2%	7.8%	7.8%	5.0%	5.2%	3'161	41.0%
Zehn kleinste Gesellschaften	2.1%	2.1%	7.0%	6.9%	4.8%	3.6%	7.4%	3.2%	3.7%	2.6%	250	60.4%
Zehn mittlere Gesellschaften	1.8%	1.8%	4.6%	4.5%	5.1%	4.4%	7.0%	4.6%	4.4%	4.0%	674	44.6%
Alle ohne Ausreisser	1.5%	1.6%	3.6%	3.5%	4.9%	4.8%	7.5%	7.1%	4.4%	4.5%	1'279	46.3%
Gesellschaften mit Management Vertra	1.8%	1.8%	5.0%	4.9%	5.1%	4.4%	8.9%	7.0%	4.4%	3.7%	293	57.3%
Swiss GAAP FER Anwender	1.4%	1.4%	3.7%	3.7%	4.6%	4.6%	7.4%	7.5%	4.2%	4.5%	597	48.7%
IFRS Anwender	1.8%	1.8%	5.3%	5.2%	5.6%	4.3%	7.7%	2.9%	4.7%	3.5%	3'037	45.9%

Tabelle 26: Übersicht Kennzahlen pro Gruppe

Auch wenn in den Trendanalysen keine wesentlichen Zusammenhänge zwischen den Betriebskostenquoten und den Renditen festgestellt werden konnte, zeigen sich doch Unterschiede auf der Kennzahlenebene.

So schneidet die Gruppe mit den zehn grössten Gesellschaften sehr gut bezüglich Kostenquote und Rendite ab. Dies obwohl in der Trendanalyse in der Tabelle 17 keine Trends zwischen den Gesellschaften festgestellt werden konnte. Die kleinsten Gesellschaften schneiden zudem mit den tiefen Renditen und hohen Kosten am schlechtesten ab.

4.3 Zusammenfassung und Beurteilung der Ergebnisse

Die Arbeit zeigt auf, dass es Perioden gibt, in denen Gesellschaften mit tieferen Betriebskosten besser abschneiden in Bezug auf die Eigenkapitalrendite als solche mit höheren

Betriebskostenquoten. Ein signifikanter Trend zwischen den Werten kann nur in wenigen Fälle aufgezeigt werden. Der Zusammenhang zwischen den Betriebskosten und der Gesamtkapitalrendite kann nicht bestätigt werden. Im Folgenden werden die Ergebnisse aus verschiedenen Perspektiven beurteilt, um die allgemein fehlende Aussagekraft der Untersuchungen einzuschätzen.

4.3.1 Zeitperioden und Durchschnitte

Über alle Gesellschaften kann in den Jahren 2015 und 2014 die beste Aussage zum Zusammenhang der Kennzahlen gemacht werden (Tabelle 8). Die Perioden 2013 und 2012 lassen noch einen Trend erkennen wogegen das 2016 einen gegenläufigen Trend aufweist. Dies beeinflusst auch die Periodendurchschnitte, indem die zwei aussagekräftigen Jahre 2015 und 2014 diese Trends beeinflussen.

Warum einzelne Jahre deutlicher oder weniger deutlich ausfallen und weshalb das 2016 ein gegenläufiges Resultat zeigt, ist nicht erkenntlich.

4.3.2 Anpassungen an Daten

Zur Berechnung der Kennzahlen wurden verschiedenen Anpassungen an den publizierten Zahlen aus den Finanzberichten vorgenommen²⁵ um eine möglichst einheitliche Berechnung wiederzugeben. Dazu mussten die Finanzberichte analysiert und verstanden werden. Bei fehlenden Aussagen zu gewissen Kosten (z.B. Personalaufwand für Segment Entwicklung oder Aufwand für Unterhalt und Reparatur) wurden Schätzungen vorgenommen oder Anpassungen konnten nicht berücksichtigt werden. Dies führt dazu, dass die ermittelten Betriebskostenquoten möglicherweise durch Schätzungen beeinflusst wurden und die Aussage zum Trend beeinflussen können. Dieses Problem besteht, kann jedoch ohne weitere, nicht in den Finanzberichten publizierte Informationen nicht behoben werden.

4.3.3 Ergebnisbeiträge von anderen Segmenten

Von den 24 untersuchten Gesellschaften sind 11 in weiteren Segmenten tätig. Diese Gesellschaften verdienen mit anderen Segmenten, wie Entwicklung, GU/TU oder Real Estate Services, dazu. All diese Aktivitäten tragen je nach Anteil an der Geschäftstätigkeit zur Eigen- oder Gesamtkapitalrendite bei. Dadurch kann auch erwartet werden, dass durch die Vielzahl von Einflüssen die Ergebnisse breiter streuen und aufgrund der unterschiedlichen Segmente weniger vergleichbar sind. In der Untersuchung wurde diesem

²⁵ Vgl. Kapitel 4.1.3 Datenbereinigung.

Sachverhalt mit der Gruppierung der Auswertungen (z.B. nur Segment Rendite) begegnet.

4.3.4 Anzahl der Beobachtungen

Mit den 24 untersuchten Gesellschaften ist die Population für eine statistische Untersuchung und Aussage beschränkt. Die Population führt zu einer relativ grossen Spannweite bei den Ergebnissen und grossen Schwankungen, wie die Tabelle 7 zeigt. Dazu kommt der grosse Unterschied bei der Grösse (Bilanzsumme) der Gesellschaften.

4.3.5 Regression

Sämtliche Trendanalysen wurden mit einem linearen Regressionsmodell vorgenommen. Im Rahmen der Datenanalyse wurde versucht, mittels den Excel Funktionen zur Trendanalyse weitere Trendlinien zu zeichnen. Weder mit einer exponentiellen, logarithmischen, polynomischen oder einer potenziellen Regression konnten aussagekräftigere Trendanalysen gezeichnet werden (höhere R^2). Die lineare Regression wird deshalb als die beste Variante zur Auswertung angesehen.

4.3.6 Regionale Aktivitäten

Die Ergebnisse von Immobiliengesellschaften sind stark von der Art der Liegenschaft (z.B. Wohnen, Büro, Gewerbe, etc.) sowie der geographischen Lage abhängig. Dies zeigt sich in den unterschiedlichen Marktpreisen und Objektkosten. Es ist anzunehmen, dass die Betriebskosten an zentralen Lagen (z.B. Zürich) absolut höher ausfallen als an dezentralen Lagen (z.B. Appenzell). Aber auch die Einnahmen und somit Marktwerte liegen an zentralen Lagen höher (Wüest Partner, 2017, S. 2–4). Daraus ist abzuleiten, dass die relativen Betriebskosten an dezentralen Lagen höher ausfallen als an zentralen Lagen. Hinzukommen die Renditeunterschiede auf Objektebene abhängig von der Region und Art der Liegenschaft.

Diese regionalen Einflüsse wirken sich auf die Gesellschaften aus und erschweren den Vergleich der Ergebnisse. Bei den untersuchten Gesellschaften sind insbesondere Peach Property (Peach Property Group, 2017, S. 28–32), Varia (Varia US Properties, 2017, S. 6) und Züblin (Züblin Immobilien Holding, 2017, S. 11) mehrheitlich bis vollständig im Ausland investiert und somit in anderen Märkten tätig. Die anderen Gesellschaften decken oftmals mehrere Regionen und/oder Arten von Liegenschaften ab respektive haben gemischte Portfolios. Aufgrund der Geschäftsberichte konnten die regionalen Aktivitäten respektive die Unterschiede der Art der Liegenschaften nicht aussagekräftig dargestellt werden.

4.3.7 Verwendung von Durchschnitten

Die meisten Analysen wurden auf zwei- respektive fünfjährigen Durchschnitten gerechnet. Grundsätzlich beeinflussen die Bewertungserfolge auf dem Immobilienportfolio die Unternehmensergebnisse wesentlich. Die Miet- und Kapitalmarktzinsen sind wesentliche Treiber für die Immobilienbewertung und unterliegen jährlichen Schwankungen. Deshalb ist es wichtig, die gleichen Perioden zu vergleichen respektive Durchschnitte über die gleichen Mehrjahresperioden zu rechnen. Dies wurde mit der Auswertung zu Gesellschaften mit fünf Perioden²⁶ sichergestellt.

Die Betriebskostenquoten (Bilanzsumme) der Gesellschaften schwanken über die Jahre stark, weshalb eine durchschnittliche Betrachtung die Aussagekraft steigert. So fällt die durchschnittliche Schwankung von 0.74 Prozent (durchschnittliches Minimum 1.27 Prozent respektive durchschnittliches Maximum 2.01 Prozent) bei einer durchschnittlichen Betriebskostenquote von rund 1.6 Prozent sehr hoch aus.

5. Zusammenfassung und Ausblick

5.1 Fazit

In der vorliegenden Arbeit wurde der Einfluss der Betriebskosten von 24 Schweizer Immobiliengesellschaften auf die Eigen- und Gesamtkapitalrentabilität untersucht. Das Ziel war zu bestätigen, dass höheren Betriebskosten einen negativen Einfluss auf die Rentabilität, auch unter Risikoaspekten, haben. Datenbasis bildeten die publizierten Geschäftsberichte der Gesellschaften.

Die Trendanalysen über alle Gesellschaften sowie in verschiedenen Gruppierungen ergibt keine allgemeingültige Aussage. Ein Einfluss kann nicht bestätigt werden. Es lässt sich vereinzelt in Perioden und über sämtliche Gesellschaften ein signifikanter Trend zwischen Betriebskosten (Eigenkapital) und der Eigenkapitalrendite respektive Eigenkapitalrendite (ohne Leverage) darstellen. Dagegen ist der Trend im Durchschnitt über mehr Jahre nicht aussagekräftig.

Weil 11 der 24 Gesellschaften neben dem Renditeportfolio in weiteren Segmenten tätig sind, wurde der Trend auch für kleinere und homogenere Gruppen analysiert. Beispielsweise wurden folgenden Gruppen gebildet: Reine Renditeliegenschaften-Gesellschaften, nach Grössenkriterien oder ohne „Ausreisser“. Das Ziel, die Aussagekraft der Analysen

²⁶ Vgl. Kapitel 4.2.4 Gesellschaften mit fünf Perioden.

zu erhöhen, wurde damit nicht erreicht. Die Signifikanz ging weiter zurück, und es wurden sogar gegenläufige Trends – höhere Betriebskosten führen zu höheren Eigenkapitalrenditen – festgestellt.

Für die Analysen wurden verschiedenen Kennzahlen pro Gesellschaft respektive für die homogenen Gruppen berechnet. Anhand der Kennzahlen zeigt sich deutlich, dass grösseren Gesellschaften bessere Betriebskostenquoten und Eigen-/Gesamtkapitalrendite haben als kleinere. Dies ist jedoch auch unter dem Aspekt des Risikos zu sehen. So sind die kleineren Gesellschaften deutlicher höher fremdfinanziert als die grossen. Es zeigt sich auch, dass reine Rendite-Gesellschaften relativ tiefe Betriebskosten und relativ tiefe Eigen-/Gesamtkapitalrenditen aufweisen. Dies ist wahrscheinlich auf die Risiko- und Ertragseigenschaften von Core-Liegenschaften zurückzuführen. Eine Unterscheidung zwischen den FER- und IFRS-Anwendern ergibt in Bezug auf die Rendite keine Feststellung, wobei die Kostenquoten bei den FER-Anwendern teilweise deutlich tiefer liegen als bei den IFRS-Anwendern. Daraus einen Schluss auf die Kosten der Anwendung des einen oder anderen Rechnungslegungsstandards zu ziehen, scheint nicht angebracht, weil sich die Gesellschaften auch in der Segmentierung und Grösse wesentlich unterscheiden.

Die durchschnittlichen Betriebskosten (Bilanzsumme) sind bei Immobiliengesellschaften deutlich höher als bei anderen indirekten Anlagearten wie Anlagefonds oder Anlagestiftungen. Die Gründe für die tieferen Kosten der Produkte können mit der Grösse, Komplexität, Finanzierung, rechtlichen Struktur und Aufsicht erklärt werden. Deshalb ist es nicht überraschend, dass die Anlagestiftungen vor den Anlagefonds am günstigsten abschneiden. Die Betriebskosten der Gesellschaften im Segment Rendite fallen wiederum tiefer aus als im Durchschnitt über sämtliche Gesellschaften. Aufgrund des höheren Verschuldungsgrades der reinen Rendite-Gesellschaften relativiert sich die Betriebskostenquote (Bilanzsumme) gegenüber den anderen Anlagearten zu einem Teil.

Die Literatur und wissenschaftlichen Arbeiten zu indirekten Anlagen zeigen, dass es einen Zusammenhang zwischen den Vermögensverwaltungskosten und der Performance einer Anlage geben kann. Immobilien sind eine der grössten Anlageklassen am Kapitalmarkt und es ist davon auszugehen, dass es auch einen Zusammenhang gibt. Immobilienanlagen werden aufgrund der Vorteile von steigenden Cash-Flows und des Inflationsschutzes oftmals langfristig gehalten. Aufgrund des langfristigen und stetigen Anlagehorizonts

wirken sich die Vorteile von effizienten Anlagen umso mehr aus. Eine effiziente Investitionsmöglichkeit bedeutet nicht nur eine günstige Betriebskostenquote sondern eine gute Risiko- und Ertragseigenschaft.

5.2 Ausblick

Das Kostenbewusstsein von Investoren ist ein aktuelles Thema wie in den Medien oder der laufenden Diskussion beobachtet werden kann. Die Emittenten begegnen dem mittels offen gelegter Kennzahlen, wie zum Beispiel des TER. Die Berechnung der Quote ist von den Regulatoren oder den Interessensverbänden oftmals vorgegeben. Die unterschiedlichen Kosten der Produkte lassen die Quoten jedoch nicht einheitlich lesen. Bei den Gesellschaften gibt es keine vergleichbaren Quoten und auch keine Aufforderung zur Offenlegung. Verschiedenen Gesellschaften legen freiwillige EPRA Kennzahlen offen, um die Transparenz zu steigern. Leider publizieren sie die Kennzahlen nicht immer vollständig und geben zum Beispiel die EPRA Cost Ratios nicht an. Um die besten und transparentesten Offenlegungen zu würdigen, gibt die EPRA zusammen mit Deloitte regelmässig einen Bericht über die Geschäftsberichte heraus. Die freiwillige Offenlegung ist wünschenswert, jedoch scheint der Druck von der Investorensseite nicht gross genug zu sein. Im Vergleich zu den TER werden die EPRA Cost Ratios vom Einkommen berechnet und lassen somit keine einfache Überleitung zu den TER's zu.

5.3 Weitere Fragestellungen

Mit der Untersuchung ist es nicht gelungen, einen aussagekräftigen Zusammenhang aufzuzeigen. Als mögliche weitere Handlungen könnte die Untersuchung ausgeweitete oder vertieft verändert werden.

- Ausweitung der Untersuchung könnte über weitere Jahre von den untersuchten Schweizer Gesellschaften vorgenommen werden, oder die Untersuchung könnte für weitere Märkte vorgenommen werden. So gibt es zum Beispiel in Deutschland zahlreiche Immobiliengesellschaften, die börsenkotiert sind.
- Die Untersuchung könnte auf drei Ebenen vertieft werden. So könnten die Risikobereinigung gegenüber einem pro Gesellschaft gestalteten Index vorgenommen werden, der die regionalen Portfolios besser berücksichtigt. Eine weitere Ebene könnte die Datengrundlagen darstellen. Wie in Kapitel 4.3.2 beschrieben, mussten teilweise Schätzungen vorgenommen werden. Die Datengrundlagen könnte zum Beispiel mit der Befragung der Gesellschaften verbessert werden. Als dritte Ebene

wären die Ergebnisse der Gesellschaften einheitlich nach einem Standard zu präsentieren, so dass Bewertungs- und Erfassungsunterschiede eliminiert werden könnten.

Literaturverzeichnis

- Allreal Holding. (2017). *Annual Report 2016*. Baar.
- Ambrose, B. W., Highfield, M. J., & Linneman, P. D. (2005). Real estate and economies of scale: The case of REITs. *Real Estate Economics*, 33(2), 323–350. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6229.2005.00121.x>
- Barber, B. M., Odean, T., & Zheng, L. (2005). Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows. *The Journal of Business*, 78(6), 2095–2120. <https://doi.org/10.1086/497042>
- Becker, H. P. (2016). *Investition und Finanzierung, Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft* (7. Aufl.). Wiesbaden: Springer Gabler.
- Credit Suisse. (2010). *Immobilienmarkt 2010, Fakten und Trends*. Zürich.
- Deloitte, & European Public Real Estate Association. (2016). *A new rush for Gold EPRA Annual Report Survey 2015/2016*. Neuilly-sur-Seine Cedex.
- Espace Real Estate Holding. (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Biel/Bienne.
- European Public Real Estate Association. (2016). *EPRA Best Practice Recommendations Guidelines*. Brussels.
- European Public Real Estate Association. (2017). About EPRA. Abgerufen 5. Juli 2017, von <https://www.olympic.org/about-ioc-institution>
- Fäs, U., & von Felten, D. (2015). Herausforderungen und Trends bei Immobilienanlagen in der Schweiz und im Ausland. In M. Trübstein (Hrsg.), *Real Estate Asset Management*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Ferber, M. (2013, September 5). Pensionskassen weisen Kosten von Anlagen transparenter aus. *Neue Zürcher Zeitung*. Zürich. Abgerufen von https://www.nzz.ch/finanzen/uebersicht/boersen_und_maerkte/pensionskassen-weisen-kosten-von-anlagen-transparenter-aus-1.18145064
- Friedman, H. C. (1971). Real Estate Investment and Portfolio Theory. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 6(2), 861. <https://doi.org/10.2307/2329720>
- galledia verlag. (2017, Juni). Immobilienfonds. *Immobilien Business*, S. 58.
- Geltner, D. M., Miller, N. G., Clayton, J., & Eichholtz, P. (2014). *Commercial Real Estate, Analysis and Investments* (3rd ed., i). Mason, Ohio: OnCourse Learning.
- Gil-Bazo, J., & Ruiz-Verdu, P. (2009). The relation between price and performance in the mutual fund industry. *The Journal of Finance*, 64(5), 2153–2183.
- Haimann, R. (2017). Die andere Seite der Medaille. *Immobilien Business*, S. 20-21.
- Handelsregister Kanton Zug. (2016). Auszug von Fundamenta Real Estate AG. Abgerufen 24. Juni 2017, von <https://zg.chregister.ch/cr-portal/auszug/auszug.xhtml?uid=CHE-113.353.632>
- HIAG. (2017). Geschäftsbericht 2016: Strategie. Abgerufen 11. Juli 2017, von <http://www.annualreport.hiag.com/?id=79&L=0>

- Houge, T., & Wellman, J. (2007). The use and abuse of mutual fund expenses. *Journal of Business Ethics*, 70(1), 23–32. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9077-6>
- IFRS Foundation. (2017). About Us - Who we are. Abgerufen 24. Juni 2017, von <http://www.ifrs.org/about-us/who-we-are/#about-us>
- ImmoMentum. (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Aadorf TG.
- Intershop Holding. (2014). *Geschäftsbericht 2013*. Zürich.
- Investis Holding. (2017). *Annual Report 2016*. Zürich.
- Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen. (2016). *Berechnung und Publikation der Kennzahlen von direkt in der Schweiz investierenden Immobilien-Anlagegruppen (KGAST-Richtlinie Nr. 1)*. o.O.
- Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen. (2017). KGAST Immo-Index. Abgerufen 10. Juli 2017, von <http://www.kgast.ch/immo-index>
- Kupper Staub, V. (2015, April 4). TER-Kosten als Mass für hohe Renditen? Zürich. Abgerufen 24. Juni 2017, von http://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwiCh7K9s5PVAhXCfRoKHVO4BO8QFggnMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.inter-pension.ch%2Fwp-content%2Fuploads%2F2015%2F02%2F150415_Einladung-Info-ZH_Empf%25C3%25A4nger.pdf&usg=AFQjC
- Lee, S., & Morri, G. (2015). Real estate fund active management. *Journal of Property Investment & Finance*, 33(6), 494–516.
- Markowitz, H. M. (1990). Foundations of Portfolio Theory. *Journal of Finance*, 46, 469–477. <https://doi.org/10.2307/2328831>
- Martel, A. (2014, Oktober 27). Immobilienfonds unter der Lupe, Das Gebührenkartell. *Neue Zürcher Zeitung*. Abgerufen von <https://www.nzz.ch/finanzen/fonds/das-gebuehrenkartell-1.18412024>
- Novavest Real Estate. (2015). *Geschäftsbericht 2014*. Zürich.
- Paszkowski, M. (2013). Komponenten des Agios. *UBS Global Asset Management, Global Real Estate, April 2013*.
- Peach Property Group. (2015). *Geschäftsbericht 2014*. Zürich.
- Peach Property Group. (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Zürich.
- Pellar, H., Elgeti, R., & Schiereck, D. (2016). Die Bewertung von Wohnimmobilien-AGs am Kapitalmarkt über NAV-Spreads. In *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* (Bd. 3, S. 245–268). Herne: NWB Verlag.
- PSP Swiss Property. (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Zug.
- Schweizerische Nationalbank. (2017). Renditen von Obligationen – Monat. Abgerufen von 24. Juni 2017, von <https://data.snb.ch/>
- SE Swiss Estates. (2017). *Geschäftsbericht 2016*. Luzern.

- Sebastian, S., Steininger, B., & Wagner-Hauber, M. (2012). Vor- und Nachteile von direkten und indirekten Immobilienanlagen. *Beiträge zur Immobilienwirtschaft*, (2), 1–30.
- SIX Swiss Exchange. (2017). *Special Industry Index (SXI ®) Family - SXI Real Estate*. Zürich.
- Skaanes, S. (2014, November 4). Kostentransparenz und Kostenkonzepte bei Immobilienanlagen. *VPS-Impulse*. Zürich: VPS Verlag Personalvorsorge und Sozialversicherungen AG. Abgerufen 15. Juni 2017, von [http://www.ppcmetrics.ch/files/publications/files/2014-11-04_SKS_Kostentransparenz Immobilienanlagen.pdf](http://www.ppcmetrics.ch/files/publications/files/2014-11-04_SKS_Kostentransparenz%20Immobilienanlagen.pdf)
- Stiftung für Fachempfehlungen zur Rechnungslegung Swiss GAAP FER. (2014). *Fachempfehlungen zur Rechnungslegung Swiss GAAP FER (2014/2015)*. St. Gallen: Stiftung für Fachempfehlungen zur Rechnungslegung Swiss GAAP FER.
- Swiss Funds & Asset Management Association. (2016). *Fachinformation Kennzahlen von Immobilienfonds*.
- Swiss Prime Site. (2017a). Geschäftsbericht 2016: Geschäftsfelder. Abgerufen 7. Juli 2017, von <https://www.sps.swiss/de/investoren/geschaeftsbericht#geschaeftsfelder>
- Swiss Prime Site. (2017b, März 2). Medienmitteilung. Olten.
- Varia US Properties. (2017). *Annual Report 2016*. Zug.
- Wüest Partner. (2017). *Immobilienmarkt Schweiz 2017-2*. Zürich.
- Züblin Immobilien Holding. (2015). *Geschäftsbericht 2014-2015*. Zürich.
- Züblin Immobilien Holding. (2017). *Geschäftsbericht 2015-2016*. Zürich.
- Zug Estates Holding. (2012). Hotel und Gastronomie. Abgerufen 11. Juli 2017, von <http://www.zugestates.ch/de/home/main/hotel-gastronomie>

	Espace Real Estate Holding AG					Fundamenta Real Estate AG								
	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12	2 Jahre	5 Jahre	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12	2 Jahre	5 Jahre
Bilanzpositionen (in CHF'000)														
Renditeliegenschaften	624'198	625'730	591'341	562'732	518'290									
Entwicklungslieg. (zum Verkauf)														
Bilanzsumme Ende Periode	656'913	645'192	608'933	609'390	563'631	495'092	406'174	353'727	307'429	241'568				
Bilanzsumme Anfang Periode	645'192	608'933	609'390	563'631	533'239	406'174	353'727	307'429	241'568	165'507				
Verzinsliches Fremdkapital	329'812	348'613	314'773	322'334	281'960	276'659	198'925	149'624	192'739	117'229				
Eigenkapital Ende Periode	294'433	265'400	260'754	255'783	253'329	200'504	191'699	149'531	146'965	118'198				
Veränderungen EK (Kapital/Dividenden)	17'279	-7'707	-7'295	-8'343	-5'207	-5'677	34'062	-4'542	24'752	21'886				
Eigenkapital Anfang Periode	265'400	260'754	255'783	253'329	247'302	191'699	149'531	146'965	118'198	94'073				
Erfolgsrechnung (in CHF'000)														
Miteinnahmen (Netto)	32'244	31'252	30'682	29'971	30'357	19'369	17'062	16'185	12'712	9'203				
Erfolg aus Neubewertung Renditelieg.	-916	-665	-1'639	-556	-1'291	8'606	5'141	887	1'048	218				
Erfolg aus Verkauf Renditelieg.	2'324	520	7'174	1'024	2'106									
Kosten Liegenschaften: Unterhalt	3'133	3'177	4'325	3'895	4'632	1'912	1'902	1'864	1'827	1'004				
Kosten Liegenschaften: Mietaufwand														
Korrektur Kosten Betriebsaufwand														
Total Kosten Liegenschaften (direkt)	3'133	3'177	4'325	3'895	4'632	1'912	1'902	1'864	1'827	1'004				
Kosten Personalaufwand	1'731	1'633	1'580	1'569	1'581	179	179	179	-	-				
Kosten Administration	1'234	1'045	1'085	1'199	1'184									
Kosten Beratung														
Kosten Verwaltung														
Kosten Abschreibungen (Operat.)	238	282	1'515	293	383	3'231	2'860	2'535	2'216	1'591				
Kosten Andere														
Kosten Lieg. Allgemein	2'103	1'843	1'947	759	769	110	177	103	170	158				
Kosten Lieg. Bewirtschaftung	1'660	1'529	1'531	1'532	1'480	871	787	724	665	401				
Korrektur Aktivierte Eigenleistungen														
Korrektur Kosten andere Segmente														
Korrektur Liegenschaftsaufw. (direkt)														
Total Kosten Betriebsaufwand	6'966	6'332	7'658	5'115	4'840	4'391	4'003	3'541	3'050	2'150				
EBIT	23'687	21'700	24'655	22'142	22'086	21'758	16'486	11'827	9'759	6'821				
Unternehmensergebnis	11'692	12'279	11'684	10'323	11'268	14'212	10'183	7'108	5'760	4'145				
Kennzahlen														
Zinssatz für deleveraging	0.64%	0.93%	1.69%	1.95%	1.65%	0.64%	0.93%	1.69%	1.95%	1.65%				
Verschuldungsgrad	50.2%	54.0%	51.7%	52.9%	50.0%	52.1%	51.8%	55.9%	49.0%	42.3%	62.7%	48.5%	52.4%	51.7%
Betriebskostenquote (Bilanzsumme)	1.1%	1.0%	1.3%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%
Betriebskostenquote (Eigenkapital)	2.5%	2.4%	3.0%	2.0%	1.9%	2.4%	2.4%	2.2%	2.3%	2.4%	2.3%	2.0%	2.3%	2.3%
Eigenkapitalrendite	4.1%	4.9%	4.7%	4.2%	4.7%	4.5%	4.5%	7.6%	5.5%	5.0%	4.0%	3.6%	6.6%	5.2%
Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)	2.4%	2.7%	3.1%	3.0%	3.1%	2.6%	2.9%	3.7%	3.3%	3.6%	2.7%	2.6%	3.5%	3.2%
Gesamtkapitalrendite	3.6%	3.5%	4.0%	3.8%	4.0%	3.5%	3.8%	4.8%	4.3%	3.6%	3.6%	3.4%	4.6%	3.9%
Reparaturaufwandsquote	9.7%	10.2%	14.1%	13.0%	15.3%	9.9%	12.4%	9.9%	11.1%	11.5%	14.4%	10.9%	10.5%	11.6%

	HIAG Immobilien Holding AG					ImmoMentum AG								
	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12	2 Jahre	5 Jahre	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12	2 Jahre	5 Jahre
Bilanzpositionen (in CHF'000)														
Renditeliegenschaften	1'242'270	1'224'052	1'151'104	1'065'266	936'275									
Entwicklungslieg. (zum Verkauf)														
Bilanzsumme Ende Periode	1'334'132	1'303'087	1'242'553	1'111'634	987'177	226'461	224'978	225'526	223'926	203'485				
Bilanzsumme Anfang Periode	1'303'087	1'242'553	1'111'634	987'177	821'321	224'978	225'526	223'926	203'485	203'817				
Verzinsliches Fremdkapital	512'704	502'259	487'760	507'673	429'886	168'511	161'177	161'126	161'974	149'687				
Eigenkapital Ende Periode	729'126	708'721	675'574	503'281	459'940	54'609	56'007	57'311	58'459	50'776				
Veränderungen EK (Kapital/Dividenden)	-25'455	-26'400	124'124	-34'570	35'452	-3'416	-3'345	-3'599	5'556	-242				
Eigenkapital Anfang Periode	708'721	675'574	503'281	459'940	369'246	56'007	57'311	58'459	50'776	48'429				
Erfolgsrechnung (in CHF'000)														
Miteinnahmen (Netto)	52'438	51'193	48'669	43'528	32'255	14'301	14'178	13'811	13'240	13'166				
Erfolg aus Neubewertung Renditelieg.	19'962	31'493	28'701	58'275	32'791									
Erfolg aus Verkauf Renditelieg.														
Kosten Liegenschaften: Unterhalt	3'616	3'509	3'183	2'162	2'357	-	-2	516	311	963				
Kosten Liegenschaften: Mietaufwand														
Korrektur Kosten Betriebsaufwand														
Total Kosten Liegenschaften (direkt)	3'616	3'509	3'183	2'162	2'357	1'846	1'795	1'468	1'418	1'856				
Kosten Personalaufwand	5'580	7'582	6'419	5'125	5'270									
Kosten Administration	6'311	7'014	7'486	7'565	7'658									
Kosten Beratung														
Kosten Verwaltung														
Kosten Abschreibungen (Operat.)	445	578	624	641	320	1'933	1'865	1'581	1'203	1'219				
Kosten Andere														
Kosten Lieg. Allgemein	2'425	2'424	2'533	2'445	1'596	126	126	63	-	-				
Kosten Lieg. Bewirtschaftung														
Korrektur Aktivierte Eigenleistungen	-89													
Korrektur Kosten andere Segmente														
Korrektur Liegenschaftsaufw. (direkt)														
Total Kosten Betriebsaufwand	14'672	17'598	17'062	15'776	14'844	2'952	2'852	2'767	2'213	2'263				
EBIT	55'592	64'443	58'694	85'973	59'320	5'832	5'944	6'513	6'614	7'312				
Unternehmensergebnis	46'374	59'491	48'886	77'911	55'243	2'243	2'115	2'385	2'187	2'593				
Kennzahlen														
Zinssatz für deleveraging	0.64%	0.93%	1.69%	1.95%	1.65%	0.64%	0.93%	1.69%	1.95%	1.65%				
Verschuldungsgrad	38.4%	38.5%	39.3%	45.7%	43.5%	38.5%	41.1%	74.4%	71.6%	71.4%	72.3%	73.6%	73.0%	72.7%
Betriebskostenquote (Bilanzsumme)	1.1%	1.4%	1.4%	1.5%	1.6%	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%	1.0%	1.1%	1.3%	1.2%	
Betriebskostenquote (Eigenkapital)	2.0%	2.5%	2.9%	3.3%	3.6%	2.3%	2.9%	5.3%	5.0%	4.8%	4.1%	4.6%	5.2%	4.8%
Eigenkapitalrendite	6.8%	9.2%	7.8%	18.3%	13.7%	8.0%	11.1%	4.3%	3.9%	4.3%	3.9%	5.4%	4.1%	4.4%
Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)	4.4%	6.0%	5.4%	10.8%	8.4%	5.2%	7.0%	1.6%	1.8%	2.5%	2.5%	2.6%	1.7%	2.2%
Gesamtkapitalrendite	4.2%	5.1%	5.0%	8.2%	6.6%	4.6%	5.8%	2.6%	2.6%	2.9%	3.1%	3.6%	2.6%	3.0%
Reparaturaufwandsquote	6.9%	6.9%	6.5%	5.0%	7.3%	6.9%	6.5%	12.9%	12.7%	10.6%	10.7%	14.1%	12.8%	12.2%

	PAX Anlage AG					Peach Property Group AG								
	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12	2 Jahre	5 Jahre	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12	2 Jahre	5 Jahre
Bilanzpositionen (in CHF'000)														
Renditeliegenschaften	184'949	89'465	97'905	131'135	114'775			226'025	218'733	182'766	138'182	63'884		
Entwicklungslieg. (zum Verkauf)	240'050	314'045	269'470	255'750	253'642			78'664	83'919	163'118	233'127	184'284		
Bilanzsumme Ende Periode	503'846	470'429	519'313	529'303	487'887			350'018	364'112	427'123	509'690	345'798		
Bilanzsumme Anfang Periode	470'429	519'313	529'303	487'887	524'024			364'112	427'123	509'690	345'798	229'072		
Verzinsliches Fremdkapital	163'605	147'475	181'575	209'075	182'375			150'045	233'796	220'179	291'989	200'536		
Eigenkapital Ende Periode	306'910	297'336	290'575	261'010	249'643			147'750	113'989	84'720	95'775	92'684		
Veränderungen EK (Kapital/Dividenden)	-4'500	-4'140	-3'240	-3'060	-2'880			23'163	25'119	-163				
Eigenkapital Anfang Periode	297'336	290'575	261'010	249'643	220'419			113'989	84'720	95'775	92'684	95'234		
Erfolgsrechnung (in CHF'000)														
Miteinnahmen (Netto)	6'412	6'559	9'478	9'522	8'397			9'182	8'555	7'661	5'706	4'350		
Erfolg aus Neubewertung Renditelieg.	1'855	4'115	65	12	510			29'960	24'760	30'417	25'164	10'875		
Erfolg aus Verkauf Renditelieg.	-	10'930			3'223			5'092			2'845			
Kosten Liegenschaften: Unterhalt														
Kosten Liegenschaften: Mietaufwand														
Korrektur Kosten Betriebsaufwand	577	590	853	857	756			1'100	1'000	920	700	550		
Total Kosten Liegenschaften (direkt)	577	590	853	857	756			1'100	1'000	920	700	550		
Kosten Personalaufwand	4'934	1'912	3'743	2'425	2'454			4'819	5'339	6'694	6'891	6'224		
Kosten Administration								6'599	6'382	8'351	8'245	10'802		
Kosten Beratung														
Kosten Verwaltung	7'106	5'317	2'420	1'996	1'978									
Kosten Abschreibungen (Operat.)	15	11	18	21	16			177	854	286	190	189		
Kosten Andere														
Kosten Lieg. Allgemein	1'444	755	3'239	1'844	2'367			3'578	3'741	2'959	1'612	1'099		
Kosten Lieg. Bewirtschaftung														
Korrektur Aktivierete Eigenleistungen								-419	-669	-2'719	-3'254	-1'719		
Korrektur Kosten andere Segmente														
Korrektur Liegenschaftsaufw. (direkt)	-577	-590	-853	-857	-756			-1'100	-1'000	-920	-700	-550		
Total Kosten Betriebsaufwand	12'921	7'404	8'567	5'429	6'060			13'654	14'647	14'651	12'984	16'045		
EBIT	18'060	16'650	26'615	33'570	32'521			27'073	18'900	6'523	16'776	5'290		
Unternehmensergebnis	14'105	10'911	32'764	32'983	32'104			10'394	1'183	-10'391	1'354	894		
Kennzahlen														
Zinssatz für deleveraging	0.64%	0.93%	1.69%	1.95%	1.65%			0.64%	0.93%	1.69%	1.95%	1.65%		
Verschuldungsgrad	32.5%	31.3%	35.0%	39.5%	37.4%	31.9%	35.1%	42.9%	64.2%	51.5%	57.3%	58.0%	53.5%	54.8%
Betriebskostenquote (Bilanzsumme)	2.7%	1.5%	1.6%	1.1%	1.2%	2.1%	1.6%	3.8%	3.7%	3.1%	3.0%	5.6%	3.8%	3.9%
Betriebskostenquote (Eigenkapital)	4.3%	2.5%	3.1%	2.1%	2.6%	3.4%	2.9%	10.4%	14.7%	16.2%	13.8%	17.1%	12.6%	14.5%
Eigenkapitalrendite	4.8%	3.8%	12.7%	13.4%	14.8%	4.3%	9.9%	7.6%	1.1%	-10.9%	1.5%	0.9%	4.3%	0.0%
Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)	3.5%	2.9%	8.9%	8.9%	9.9%	3.2%	6.8%	4.6%	1.0%	-4.4%	1.7%	1.3%	2.8%	0.9%
Gesamtkapitalrendite	3.7%	3.4%	5.1%	6.6%	6.4%	3.5%	5.0%	7.6%	4.8%	1.4%	3.9%	1.8%	6.2%	3.9%
Reparaturaufwandsquote	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	12.0%	11.7%	12.0%	12.3%	12.6%	11.8%	12.1%

	PLAZZA AG					Promxima Immobilien								
	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12	2 Jahre	5 Jahre	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12	2 Jahre	5 Jahre
Bilanzpositionen (in CHF'000)														
Renditeliegenschaften	538'338	496'803	461'951	-	-			81'912	27'611	12'576	-	-		
Entwicklungslieg. (zum Verkauf)														
Bilanzsumme Ende Periode	631'144	605'758	579'209					85'917	21'576	19'191				
Bilanzsumme Anfang Periode	605'758	579'209						21'576	19'191					
Verzinsliches Fremdkapital	-	-	15'448					51'884	15'587	17'405				
Eigenkapital Ende Periode	536'087	522'807	489'413	353'831				22'460	5'151	1'171	1'002			
Veränderungen EK (Kapital/Dividenden)	-6'210	-	115'700					16'071	3'330					
Eigenkapital Anfang Periode	522'807	489'413	353'831					5'151	1'171	1'002				
Erfolgsrechnung (in CHF'000)														
Miteinnahmen (Netto)	14'819	18'359	18'789					3'059	532	170				
Erfolg aus Neubewertung Renditelieg.	14'959	32'464	12'058					1'100	753	456				
Erfolg aus Verkauf Renditelieg.	-6	92	345											
Kosten Liegenschaften: Unterhalt	585	929	1'035					812	39	35				
Kosten Liegenschaften: Mietaufwand														
Korrektur Kosten Betriebsaufwand														
Total Kosten Liegenschaften (direkt)	585	929	1'035					812	39	35				
Kosten Personalaufwand	2'464	2'723	1'760					101	8	-				
Kosten Administration	1'170	3'592	1'814					119	77	87				
Kosten Beratung								659						
Kosten Verwaltung														
Kosten Abschreibungen (Operat.)	77	84	41											
Kosten Andere														
Kosten Lieg. Allgemein	467	354	449					259	52	25				
Kosten Lieg. Bewirtschaftung	788	411	391					177	72	16				
Korrektur Aktivierete Eigenleistungen														
Korrektur Kosten andere Segmente														
Korrektur Liegenschaftsaufw. (direkt)														
Total Kosten Betriebsaufwand	4'966	7'164	4'455					1'316	208	127				
EBIT	24'616	43'765	26'140					2'029	1'064	464				
Unternehmensergebnis	19'489	33'393	19'882					1'238	650	169				
Kennzahlen														
Zinssatz für deleveraging	0.64%	0.93%	1.69%					0.64%	0.93%	1.69%				
Verschuldungsgrad	0.0%	0.0%	2.7%			0.0%	0.9%	60.4%	72.2%	90.7%			66.3%	74.4%
Betriebskostenquote (Bilanzsumme)	0.8%	1.2%	0.8%			1.0%	0.9%	2.4%	1.0%	0.7%			1.7%	1.4%
Betriebskostenquote (Eigenkapital)	0.9%	1.4%	1.1%			1.2%	1.1%	9.5%	6.6%	11.7%			8.1%	9.3%
Eigenkapitalrendite	3.8%	6.8%	4.2%			5.3%	4.9%	5.8%	14.4%	16.8%			10.1%	12.4%
Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)	3.8%	6.8%	4.2%			5.3%	4.9%	2.7%	4.7%	3.1%			3.7%	3.5%
Gesamtkapitalrendite	4.0%	7.4%	4.5%			5.7%	5.3%	3.8%	5.2%	2.4%			4.5%	3.8%
Reparaturaufwandsquote	3.9%	5.1%	5.5%			4.5%	4.8%	26.5%	7.3%	20.4%			16.9%	18.1%

	PSP Swiss Property AG					SE Swiss Estates AG									
	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12	2 Jahre	5 Jahre	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12	2 Jahre	5 Jahre	
Bilanzpositionen (in CHF'000)															
Renditeliegenschaften	6'806'773	6'614'549	6'485'701	6'314'742	5'942'645										
Entwicklungslieg. (zum Verkauf)	51'525	73'669	85'580	135'458	141'188										
Bilanzsumme Ende Periode	7'041'368	6'791'923	6'684'665	6'541'812	6'154'808	167'851	166'673	161'857	98'891	73'422					
Bilanzsumme Anfang Periode	6'791'923	6'684'665	6'541'812	6'154'808	6'050'916	166'673	161'857	98'891	73'422	68'506					
Verzinsliches Fremdkapital	2'248'436	1'969'040	1'928'670	1'838'784	1'808'286										
Eigenkapital Ende Periode	3'866'754	3'870'473	3'840'795	3'839'230	3'691'551	43'306	45'193	43'576	33'673	25'591					
Veänderungen EK (Kapital/Dividenden)	-151'364	-149'071	-149'071	-146'777	67'836										
Eigenkapital Anfang Periode	3'870'473	3'840'795	3'839'230	3'691'551	3'268'894	45'193	43'576	33'673	25'591	21'104					
Erfolgsrechnung (in CHF'000)															
Miteinnahmen (Netto)	276'316	275'063	279'143	277'150	272'849	5'352	5'672	5'325	3'413	3'185					
Erfolg aus Neubewertung Renditlieg.	-50'208	33'791	5'789	128'144	266'851	-1'489	327	4'339	7'731	4'165					
Erfolg aus Verkauf Renditlieg.	1'354	1'374	2'026	-	130										
Kosten Liegenschaften: Unterhalt	14'817	14'626	15'662	17'984	18'122	887	784	943	512	582					
Kosten Liegenschaften: Mietaufwand															
Korrektur Kosten Betriebsaufwand	-150	-150	-150	-150	-150										
Total Kosten Liegenschaften (direkt)	14'817	14'626	15'662	17'984	18'122	737	634	793	362	432					
Kosten Personalaufwand	20'468	17'726	18'531	19'135	18'518	635	732	787	785	528					
Kosten Administration	7'786	7'564	7'062	6'906	7'466										
Kosten Beratung															
Kosten Verwaltung															
Kosten Abschreibungen (Operat.)	726	716	472	526	567	646	790	737	854	476					
Kosten Andere															
Kosten Lieg. Allgemein	12'258	11'271	11'349	11'433	11'532	12									
Kosten Lieg. Bewirtschaftung															
Korrektur Aktivierete Eigenleistungen	-3'973	-2'977	-2'944	-2'791	-2'656										
Korrektur Kosten andere Segmente															
Korrektur Liegenschaftsaufw. (direkt)	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150					
Total Kosten Betriebsaufwand	37'265	34'300	34'786	35'550	35'427	1'442	1'672	1'674	1'853	1'211					
EBIT	191'006	265'298	365'298	369'852	504'455	-1'224	3'102	3'158	8'930	5'707					
Unternehmensergebnis	134'867	187'726	175'346	270'993	368'385	-2'079	2'255	-13	5'582	4'436					
Kennzahlen															
Zinssatz für deleveraging	0.64%	0.93%	1.69%	1.69%	1.69%	0.64%	1.69%	1.69%	1.69%	1.69%					
Verschuldungsgrad	31.9%	29.0%	28.9%	28.1%	29.4%	30.5%	29.5%	63.9%	64.7%	65.0%	54.9%	57.9%	64.3%	61.3%	
Betriebskostenquote (Bilanzsumme)	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.9%	1.0%	1.3%	2.2%	1.7%	0.9%	1.4%	
Betriebskostenquote (Eigenkapital)	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	3.3%	3.8%	4.3%	6.3%	5.2%	3.5%	4.6%	
Eigenkapitalrendite	3.6%	5.1%	4.8%	7.6%	11.0%	4.4%	6.4%	-4.6%	5.3%	0.0%	19.9%	21.0%	0.3%	8.3%	
Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)	2.7%	3.9%	3.9%	6.0%	8.3%	3.3%	4.9%	-1.2%	3.0%	1.1%	9.9%	9.8%	0.9%	4.5%	
Gesamtkapitalrendite	2.8%	3.9%	5.5%	5.8%	8.3%	3.3%	5.3%	-0.7%	1.9%	2.4%	10.4%	8.0%	0.6%	4.4%	
Reparaturaufwandsquote	5.4%	5.3%	5.6%	6.5%	6.6%	5.3%	5.9%	13.8%	11.2%	14.9%	10.6%	13.6%	12.5%	12.8%	

	Swiss Finance & Property Investment AG					Swiss Prime Site AG								
	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12	2 Jahre	5 Jahre	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12	2 Jahre	5 Jahre
Bilanzpositionen (in CHF'000)														
Renditeliegenschaften	498'535	447'313	410'361	391'008	341'725									
Entwicklungslieg. (zum Verkauf)	19'186	27'801	33'389	25'966	-									
Bilanzsumme Ende Periode	539'163	504'057	459'124	431'369	360'151	11'111'983	10'690'565	10'602'073	10'512'177	9'237'026				
Bilanzsumme Anfang Periode	504'057	459'124	431'369	360'151	296'506	10'690'565	10'602'073	10'512'177	9'237'026	8'612'269				
Verzinsliches Fremdkapital	224'653	226'029	204'684	188'983	125'191	4'483'645	4'261'593	4'965'822	5'066'677	4'125'091				
Eigenkapital Ende Periode	246'512	214'074	200'304	212'322	205'555	5'176'592	4'955'966	4'201'801	4'107'345	3'913'895				
Veänderungen EK (Kapital/Dividenden)	8'273	-7'982	-7'483	-7'483	61'070	111'897	375'039	-196'381	-183'718	166'208				
Eigenkapital Anfang Periode	214'074	200'304	212'322	205'555	131'912	4'955'966	4'201'801	4'107'345	3'913'895	3'443'695				
Erfolgsrechnung (in CHF'000)														
Miteinnahmen (Netto)	19'898	18'167	17'279	16'293	14'789	452'971	445'871	443'113	420'121	408'788				
Erfolg aus Neubewertung Renditlieg.	14'461	15'393	3'082	3'112	11'042	60'493	124'571	113'234	186'705	187'253				
Erfolg aus Verkauf Renditlieg.	5'571	1'239	98	102	177	24'947	30'910	2'062	15'290	8'509				
Kosten Liegenschaften: Unterhalt	890	1'276	839	1'061	1'013	20'636	22'009	19'931	20'769	31'377				
Kosten Liegenschaften: Mietaufwand														
Korrektur Kosten Betriebsaufwand														
Total Kosten Liegenschaften (direkt)	890	1'276	839	1'061	1'013	88'235	63'707	55'513	43'395	37'144				
Kosten Personalaufwand	96	101	93	-	-	347'481	269'244	247'963	199'705	75'919				
Kosten Administration	490	421	417	578	634	58'568	57'727	48'776	43'566	40'854				
Kosten Beratung														
Kosten Verwaltung	3'781	3'163	3'467	3'274	2'762	-	-	-	-	-				
Kosten Abschreibungen (Operat.)														
Kosten Andere														
Kosten Lieg. Allgemein	1'263	1'119	1'011	991	955	43'205	29'159	35'092	26'643	17'116				
Kosten Lieg. Bewirtschaftung														
Korrektur Aktivierete Eigenleistungen														
Korrektur Kosten andere Segmente														
Korrektur Liegenschaftsaufw. (direkt)														
Total Kosten Betriebsaufwand	5'630	4'804	4'988	4'843	4'351	102'640	122'583	116'807	103'095	99'865				
EBIT	37'437	31'046	16'451	13'745	20'865	459'804	553'430	462'801	530'645	512'630				
Unternehmensergebnis	24'441	22'682	10'551	8'639	14'916	311'205	355'061	286'658	343'869	311'299				
Kennzahlen														
Zinssatz für deleveraging	0.64%	0.93%	1.69%	1.95%	1.65%	0.64%	0.93%	1.69%	1.95%	1.95%				
Verschuldungsgrad	41.7%	44.8%	44.6%	43.8%	34.8%	43.3%	41.9%	40.3%	39.9%	46.8%	48.2%	44.7%	40.1%	44.0%
Betriebskostenquote (Bilanzsumme)	1.1%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.0%	1.1%	0.9%	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%
Betriebskostenquote (Eigenkapital)	2.4%	2.3%	2.4%	2.3%	2.6%	2.4%	2.4%	2.0%	2.7%	2.8%	2.6%	2.7%	2.4%	2.6%
Eigenkapitalrendite	11.0%	11.8%	5.2%	4.4%	7.7%	11.4%	8.0%	6.1%	7.8%	7.3%	9.2%	8.6%	6.9%	7.8%
Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)	6.7%	6.9%	3.6%	3.3%	5.6%	6.8%	5.2%	3.9%	5.0%	4.7%	5.7%	5.6%	4.5%	5.0%
Gesamtkapitalrendite	7.2%	6.4%	3.7%	3.5%	6.4%	6.8%	5.4%	4.2%	5.2%	4.4%	5.4%	5.7%	4.7%	5.0%
Reparaturaufwandsquote	4.5%	7.0%	4.9%	6.5%	6.8%	5.7%	5.9%	19.5%	14.3%	12.5%	10.3%	9.1%	16.9%	13.1%

	Varia US Property					Warteck Invest AG								
	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12	2 Jahre	5 Jahre	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12	2 Jahre	5 Jahre
Bilanzpositionen (in CHF'000)														
Renditeliegenschaften	343'450	-	-	-	-			667'400	592'500	564'169	545'480	489'500		
Entwicklungslieg. (zum Verkauf)														
Bilanzsumme Ende Periode	449'816							675'427	618'227	570'856	553'434	496'709		
Bilanzsumme Anfang Periode								618'227	570'856	553'434	496'709	506'788		
Verzinsliches Fremdkapital	203'070							331'050	276'800	311'244	298'800	244'800		
Eigenkapital Ende Periode	225'002							293'890	292'236	212'773	210'735	209'639		
Veränderungen EK (Kapital/Dividenden)	197'698							-13'464	64'851	-10'098	-10'098	-10'098		
Eigenkapital Anfang Periode								292'236	212'773	210'735	209'639	208'436		
Erfolgsrechnung (in CHF'000)														
Miteinnahmen (Netto)	36'525							29'557	28'214	28'475	26'972	26'206		
Erfolg aus Neubewertung Renditelieg.	25'417							3'409	3'453	2'102	1'077	1'720		
Erfolg aus Verkauf Renditelieg.									-2	-16	1'368	-233		
Kosten Liegenschaften: Unterhalt	5'828							2'047	2'213	2'517	2'941	2'790		
Kosten Liegenschaften: Mietaufwand														
Korrektur Kosten Betriebsaufwand														
Total Kosten Liegenschaften (direkt)	5'828	-	-	-	-			2'047	2'213	2'517	2'941	2'790		
Kosten Personalaufwand								2'706	2'634	2'774	2'607	2'301		
Kosten Administration	7'286							1'500	1'403	1'340	1'152	975		
Kosten Beratung														
Kosten Verwaltung														
Kosten Abschreibungen (Operat.)														
Kosten Andere														
Kosten Lieg. Allgemein	7'939							836	898	789	854	849		
Kosten Lieg. Bewirtschaftung	7'010													
Korrektur Aktivierte Eigenleistungen														
Korrektur Kosten andere Segmente														
Korrektur Liegenschaftsaufw. (direkt)														
Total Kosten Betriebsaufwand	22'234	-	-	-	-			5'042	4'935	4'903	4'613	4'125		
EBIT	30'622	-	-	-	-			26'599	24'822	23'409	22'140	21'017		
Unternehmensergebnis	16'177	-	-	-	-			15'118	14'612	12'136	11'193	11'301		
Kennzahlen														
Zinssatz für deleveraging	0.64%							0.64%	0.93%	1.69%	1.95%	1.65%		
Verschuldungsgrad	45.1%					45.1%	45.1%	49.0%	44.8%	54.5%	54.0%	49.3%	46.9%	50.3%
Betriebskostenquote (Bilanzsumme)	4.9%					4.9%	4.9%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
Betriebskostenquote (Eigenkapital)	9.9%					9.9%	9.9%	1.7%	2.0%	2.3%	2.2%	2.0%	1.8%	2.0%
Eigenkapitalrendite	8.2%					8.2%	8.2%	5.4%	5.3%	6.0%	5.6%	5.7%	5.3%	5.6%
Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)	4.8%					4.8%	4.8%	3.1%	3.3%	3.7%	3.6%	3.7%	3.2%	3.5%
Gesamtkapitalrendite	6.8%					6.8%	6.8%	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.1%	4.2%
Reparaturaufwandsquote	16.0%					16.0%	16.0%	6.9%	7.8%	8.8%	10.9%	10.6%	7.4%	9.0%

	Züblin Immobilien Holding AG					Zug Estates Holding AG								
	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12	2 Jahre	5 Jahre	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12	2 Jahre	5 Jahre
Bilanzpositionen (in CHF'000)														
Renditeliegenschaften	357'182	331'251	521'092	790'524	1'064'792			1'176'478	1'077'673	1'009'121	893'547	-		
Entwicklungslieg. (zum Verkauf)								16'906	-					
Bilanzsumme Ende Periode	383'755	356'295	552'753	841'878	1'141'293			1'265'403	1'189'529	1'088'106	981'926			
Bilanzsumme Anfang Periode	356'295	552'753	841'878	1'141'293	1'286'723			1'189'529	1'088'106	981'926				
Verzinsliches Fremdkapital	205'318	210'221	478'216	543'456	759'919			350'200	350'000	320'000	250'000			
Eigenkapital Ende Periode	122'172	89'533	26'490	223'705	264'018			774'528	723'437	662'830	629'069	601'908		
Veränderungen EK (Kapital/Dividenden)	-	71'940	-8	-	-			2'738	-6'532	-11'388	-17'643			
Eigenkapital Anfang Periode	89'533	26'490	223'705	264'018	338'427			723'437	662'830	629'069	601'908			
Erfolgsrechnung (in CHF'000)														
Miteinnahmen (Netto)	18'929	20'664	29'160	42'144	54'968			40'089	39'169	37'450	34'733			
Erfolg aus Neubewertung Renditelieg.	26'323	3'299	-153'102	-35'790	-81'137			28'065	50'477	21'314	26'900			
Erfolg aus Verkauf Renditelieg.		-222	-801	-1'794	4'335			420	-23	483	-			
Kosten Liegenschaften: Unterhalt	797	1'031	1'649	2'112	2'184			439	440	449	408			
Kosten Liegenschaften: Mietaufwand														
Korrektur Kosten Betriebsaufwand														
Total Kosten Liegenschaften (direkt)	797	1'031	1'649	2'112	2'184			439	440	449	408			
Kosten Personalaufwand								13'080	13'869	13'865	13'902			
Kosten Administration								4'859	5'273	5'204	5'016			
Kosten Beratung														
Kosten Verwaltung	5'202	9'525	8'137	8'466	9'913									
Kosten Abschreibungen (Operat.)								3'133	3'309	3'598	3'554			
Kosten Andere														
Kosten Lieg. Allgemein	962	3'052	4'655	7'826	8'549			2'816	2'055	2'495	4'286			
Kosten Lieg. Bewirtschaftung														
Korrektur Aktivierte Eigenleistungen														
Korrektur Kosten andere Segmente														
Korrektur Liegenschaftsaufw. (direkt)														
Total Kosten Betriebsaufwand	6'164	12'577	12'792	16'292	18'462			23'888	24'506	25'162	26'758			
EBIT	38'292	10'133	-139'184	-13'844	-42'480			63'796	86'325	55'855	56'531			
Unternehmensergebnis	29'926	-18'944	-212'212	-63'773	-89'396			48'353	67'139	45'149	44'807			
Kennzahlen														
Zinssatz für deleveraging	0.64%	0.93%	1.69%	1.95%	1.65%			0.64%	0.93%	1.69%	1.95%			
Verschuldungsgrad	53.5%	59.0%	86.5%	64.6%	66.6%	56.3%	66.0%	27.7%	29.4%	29.4%	25.5%		28.5%	28.0%
Betriebskostenquote (Bilanzsumme)	1.7%	2.8%	1.8%	1.6%	1.5%	2.2%	1.9%	1.9%	2.2%	2.4%	2.7%		2.0%	2.3%
Betriebskostenquote (Eigenkapital)	5.8%	21.7%	10.2%	6.7%	6.1%	13.8%	10.1%	3.2%	3.5%	3.9%	4.3%		3.4%	3.7%
Eigenkapitalrendite	33.4%	-19.2%	-94.9%	-24.2%	-26.4%	7.1%	-26.3%	6.7%	10.2%	7.3%	7.7%		8.4%	8.0%
Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)	15.9%	-7.3%	-11.3%	-7.3%	-7.7%	4.3%	-3.6%	5.0%	7.5%	5.7%	6.2%		6.2%	6.1%
Gesamtkapitalrendite	10.3%	2.2%	-20.0%	-1.4%	-3.5%	6.3%	-2.5%	5.2%	7.6%	5.4%	5.8%		6.4%	6.0%
Reparaturaufwandsquote	4.2%	5.0%	5.7%	5.0%	4.0%	4.6%	4.8%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%		1.1%	1.1%

	Durchschnitt aller Gesellschaften					2 Jahre	5 Jahre
	31.12.16	31.12.15	31.12.14	31.12.13	31.12.12		
Bilanzpositionen (in CHF '000)							
Renditeliegenschaften	1'325'730	1'251'664	1'225'494	1'164'385	1'041'567		
Entwicklungslieg. (zum Verkauf)	89'865	93'444	112'324	187'835	256'513		
Bilanzsumme Ende Periode	1'511'667	1'502'052	1'470'505	1'551'037	1'580'016		
Bilanzsumme Anfang Periode	1'502'052	1'470'505	1'551'037	1'580'016	1'508'468		
Verzinsliches Fremdkapital	593'856	593'611	618'266	660'588	664'620		
Eigenkapital Ende Periode	749'878	734'701	676'982	666'903	684'909		
Veränderungen EK (Kapital/Dividenden)	3'935	8'438	-15'363	-29'883	28'494		
Eigenkapital Anfang Periode	734'701	676'982	666'903	684'909	666'877		
Erfolgsrechnung (in CHF '000)							
Miteinnahmen (Netto)	61'661	61'679	60'746	63'313	67'727		
Erfolg aus Neubewertung Renditelieg.	18'208	19'175	3'747	22'774	27'530		
Erfolg aus Verkauf Renditelieg.	6'694	8'720	1'466	4'262	1'992		
Kosten Liegenschaften: Unterhalt	4'411	4'831	4'491	5'036	6'410		
Kosten Liegenschaften: Mietaufwand	67'599	41'698	35'582	22'626	3'149		
Korrektur Kosten Betriebsaufwand	1'702	1'482	1'483	1'377	1'127		
Total Kosten Liegenschaften (direkt)	6'621	5'592	5'096	4'492	4'016		
Kosten Personalaufwand	34'111	27'416	22'256	22'688	15'197		
Kosten Administration	8'615	8'580	7'430	7'544	8'482		
Kosten Beratung	1'186	1'243	1'080	964	1'093		
Kosten Verwaltung	2'557	2'730	2'288	2'189	2'005		
Kosten Abschreibungen (Operat.)	4'214	3'253	3'627	3'060	2'496		
Kosten Andere	1'054	1'354	746	629	909		
Kosten Lieg. Allgemein	5'421	4'922	5'241	5'577	5'471		
Kosten Lieg. Bewirtschaftung	2'112	1'497	1'528	1'610	1'778		
Korrektur Aktivierte Eigenleistungen	-3'199	-7'227	-8'754	-7'595	-9'533		
Korrektur Kosten andere Segmente	-181'994	-141'274	-113'272	-90'904	-52'240		
Korrektur Liegenschaftsaufw. (direkt)	-1'702	-1'482	-1'483	-1'377	-1'127		
Total Kosten Betriebsaufwand	15'726	14'802	14'702	13'616	11'425		
EBIT	70'135	70'315	56'717	67'572	63'878		
Unternehmensergebnis	48'456	46'002	28'802	44'155	40'161		
Kennzahlen							
Zinssatz für deleveraging	0.64%	0.93%	1.69%	1.95%	1.65%		
Verschuldungsgrad	45.8%	48.1%	49.8%	50.0%	51.7%	46.9%	47.8%
Betriebskostenquote (Bilanzsumme)	1.6%	1.4%	1.4%	1.7%	1.4%	1.6%	1.6%
Betriebskostenquote (Eigenkapital)	4.0%	4.4%	4.5%	5.1%	4.0%	4.3%	4.5%
Eigenkapitalrendite	9.0%	5.9%	0.7%	5.2%	6.2%	7.5%	5.6%
Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)	5.0%	3.7%	2.8%	4.0%	4.4%	4.4%	4.0%
Gesamtkapitalrendite	5.3%	4.5%	2.8%	4.2%	4.6%	5.0%	4.4%
Reparaturaufwandsquote	10.9%	7.5%	8.4%	7.9%	8.2%	9.4%	9.0%

Quelle: Geschäftsberichte der Gesellschaften (Eigene Berechnungen)

Anhang B: Quellen Geschäftsberichte

Gesellschaft	Geschäftsbericht				Geschäftsjahr	Rechnungslegung	Quelle
	2016	2015	2014	2013			
ACRON HELVETIA I Immobilien AG	X	X	X	X	31. Dezember	Swiss GAAP FER	http://www.acron-helvetia1.ch/cnt_investor/de_publicationen.php
ACRON HELVETIA III Immobilien AG	X	X	X	X	31. Dezember	Swiss GAAP FER	http://www.acron-helvetia3.ch/cnt_investor/de_publicationen.php
Allreal Holding AG	X	X	X	X	31. Dezember	IFRS	http://www.allreal.ch/nc/investoren/berichterstattung/
BFW Liegenschaften AG	X	X	X	X	31. Dezember	IFRS	https://www.bfwliegenschaften.ch/index.php/de/investor-relations/finanzberichte
Espace Real Estate Holding AG	X	X	X	X	31. Dezember	Swiss GAAP FER	https://espacereal.ch/investor-relations/
Fundamenta Real Estate AG	X	X	X	X	31. Dezember	Swiss GAAP FER	http://fundamentarealestate.ch/investor-relations/berichterstattung
HIAG Immobilien Holding AG	X	X	X	X	31. Dezember	Swiss GAAP FER	https://www.hiag.com/de/investoren/
ImmoMentum AG	X	X	X	X	31. Dezember	Swiss GAAP FER	http://www.immumentum.ch/investor-relations/berichterstattung
Intershop Holding AG	X	X	X	X	31. Dezember	Swiss GAAP FER	http://www.intershop.ch/investor-relations/geschaeftsberichte-und-praesentationen/
Investis Holding Ltd	X	X (*)			31. Dezember	Swiss GAAP FER	https://www.investisgroup.com/nc/investoren/#c1319
Mobimo Holding AG	X	X	X	X	31. Dezember	IFRS	http://ir.mobimo.ch/websites/mobimo2014/German/40/berichterstattung.html
Novavest Real Estate AG	X	X	X		31. Dezember	Swiss GAAP FER	https://www.novavest.ch/de/investor-relations/finanzberichte/
PAX Anlage AG	X	X	X	X	31. Dezember	Swiss GAAP FER	http://www.paxanlage.ch/websites/paxanlage/German/3150/finanzberichte.html
Peach Property Group AG	X	X	X	X	31. Dezember	IFRS	http://investoren.peachproperty.com/websites/peachproperty/German/5000/publikationen.html
PLAZZA AG	X	X			31. Dezember	Swiss GAAP FER	http://www.plazza.ch/category/investor-relations/berichte/
Promaxima Immobilien	X	X			31. Dezember	Swiss GAAP FER	http://www.promaxima.ch/download/
PSP Swiss Property AG	X	X	X	X	31. Dezember	IFRS	http://www.psp.info/investoren/downloads/finanzberichte/
SE Swiss Estates AG	X	X	X	X	31. Dezember	Swiss GAAP FER	http://www.swiss-estates.ch/downloads/finanzberichte
Swiss Finance & Property Investment AG	X	X	X	X	31. Dezember	IFRS	http://www.sfpi.ch/investoren/reporting/
Swiss Prime Site AG	X	X	X	X	31. Dezember	IFRS	https://www.sps.swiss/de/investoren/geschaeftsbericht
Varia US Property	X				31. Dezember	IFRS	http://variausproperties.com/investors/financial-statements/
Wartec Invest AG	X	X	X	X	31. Dezember	Swiss GAAP FER	http://www.wartec-invest.ch/index/investor-relations/geschaeftsberichte.html
Züblin Immobilien Holding AG	X	X	X	X	31. März	IFRS	http://www.zueblin.ch/de-ch/#/investor-relations/geschaeftsberichte/
Zug Estates Holding AG	X	X	X	X	31. Dezember	Swiss GAAP FER	http://www.zugestates.ch/de/home/main/investor-relations/geschaeftsberichte

(*) Legt Perioden 2013 bis 2015 offen

Quelle: Geschäftsberichte der Gesellschaften. Die Geschäftsberichte wurden zwischen Januar und Mai 2017 heruntergeladen und die Quellen wurden per 11. Juli 2017 überprüft.

Anhang C: Trendanalyse IFRS-Gesellschaften

	2016	2015	2014	2013	2012	2015-2016	2012-2016
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=0.067x+0.035$	$y=-0.722x+0.085$	$y=-0.084x+0.04$	$y=-0.159x+0.045$	$y=-0.14x+0.047$	$y=-0.61x+0.1$	$y=-0.225x+0.058$
R ²	0.0255	0.8040	0.2863	0.1750	0.0969	0.0850	0.2592
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite							
Funktion	$y=-0.004x+0.018$	$y=-0.073x+0.017$	$y=-0.009x+0.012$	$y=-0.024x+0.014$	$y=-0.023x+0.016$	$y=-0.105x+0.026$	$y=-0.014x+0.018$
R ²	0.0004	0.3785	0.1483	0.1137	0.0279	0.0281	0.0096
Kosten→ Rendite	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Eigenkapital) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=0.127x+0.035$	$y=-1.608x+0.105$	$y=-0.761x+0.053$	$y=-0.456x+0.056$	$y=-0.446x+0.058$	$y=-1.559x+0.127$	$y=-1.119x+0.09$
R ²	0.0178	0.8350	0.6180	0.2414	0.1600	0.1520	0.4452
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite (ohne Leverage)							
Funktion	$y=-0.018x+0.019$	$y=-0.172x+0.019$	$y=-0.1x+0.014$	$y=-0.072x+0.015$	$y=-0.091x+0.019$	$y=-0.322x+0.033$	$y=-0.125x+0.022$
R ²	0.0019	0.4354	0.4405	0.1746	0.0701	0.0722	0.0571
Kosten→ Rendite	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend
Betriebskosten (Bilanzsumme) und Gesamtkapitalrendite							
Funktion	$y=0.246x+0.002$	$y=-0.204x+0.024$	$y=-0.037x+0.013$	$y=-0.118x+0.018$	$y=-0.161x+0.022$	$y=0.732x+0.023$	$y=0.048x+0.016$
R ²	0.1119	0.0684	0.1333	0.1236	0.1197	0.3116	0.0065
Kosten→ Rendite	abnehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	zunehmend	abnehmend	abnehmend

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Auswirkungen der Betriebskostenquote von Schweizer Immobiliengesellschaften auf die Entwicklung der Eigenkapitalrendite“ 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 24. August 2017

Philipp Gnädinger