

Messung der Performance direkter Immobilienanlagen

Benchmarking im Immobilienbereich

Das Angebot an nationalen und internationalen Benchmarks im Immobilienbereich ist in den letzten Jahren sprunghaft angestiegen. Dagegen stellt der transparente und zeitnahe Ausweis der eigenen Performance – im Besonderen von direkten Immobilienanlagen – in der Praxis nach wie vor eine Herausforderung dar.

Der wirtschaftliche Erfolg von Immobilienanlagen setzt sich wie bei allen anderen Anlagen aus Einkommen in Form von Geld und einer Wertentwicklung zusammen. Die praktische Ermittlung dieser Grössen ist aber nicht trivial: Da häufig nicht alle Ausgaben (beispielsweise bei umfassenden Sanierungen) vollumfänglich über die Liegenschaftsbewirtschaftung abgewickelt werden, ist der Cashflow der Liegenschaften häufig nicht direkt der Liegenschaftsbuchhaltung zu entnehmen. Auch die Wertentwicklung ist in aller Regel nicht direkt aus dem Wert der Liegenschaften in der Bilanz im Vergleich zum Vorjahr ersichtlich, da zwischenzeitlich vielleicht Bestandesveränderungen stattfanden.

Oft kommen noch weitere Erschwernisse dazu: Rückstellungen für latente Grundstückgewinnsteuern, Hypotheken, Baurechtszinsen, Amortisationen von Mieterausbauten oder Kosten, die buchhalterisch nicht den Liegenschaften zugerechnet werden.

Ausgangspunkt: Effektive Gesamrendite

Zunächst gilt es, unabhängig von der gewählten Benchmark, die ökonomisch richtige, effektive Performance des gesamten Portfolios inklusive aller tatsächlich eingetretenen ausserordentlichen Effekte zu ermitteln.

Oft werden in der Praxis solange untypische Liegenschaften und Sondereffekte aus der Performance herausgerechnet, bis der Wert den Erwartungen oder gar

den Wünschen entspricht. Erstaunlich gross ist der Glaube, dass man in Zukunft – in der langen Frist – klüger sein wird oder weniger Pech hat als in der gerade vergangenen Periode.

In einem zweiten Schritt kann die Ist-Performance in einer transparenten Nebenrechnung «normalisiert» werden, um vielleicht aussagekräftigere Vergleiche mit Benchmarks zu ermöglichen.

Um den Geld- und Wertzuwachs unterschiedlicher Investitionen vergleichen zu können, wird dieser ins Verhältnis zum Kapital am Anfang der Periode gesetzt.

Theoretisch müsste bei jeder Änderung des Kapitaleinsatzes eine neue Periode begonnen werden; dies nicht nur bei Ein- und Verkäufen, sondern auch laufend bei Sanierungen. Da dies nicht praktikabel ist, hat man sich auf vereinfachende Annahmen (Konventionen) geeinigt: Alle Kapitalausgaben (Kosten der Zukäufe, Sanierungen) werden dem Beginn der Periode, alle Zahlungseingänge (Mietertag, Verkaufserlöse) dem Ende der Periode zugeschrieben.

Das Mass des wirtschaftlichen Erfolgs

Die Rendite – verstanden als Verhältnis zwischen Ertrag und Wert – ist nicht das Resultat des wirtschaftlichen Erfolgs, sondern eine gewählte Variable zur Ermittlung des Werts, einer Komponente des Erfolgs: Je «schlechter», das heisst je ris-

kanter die Liegenschaft, desto höher die Rendite. Wenig sinnvoll ist die Berechnung der Rendite im Verhältnis zu historischen Anschaffungswerten. Auch die Steigerung des Ertrags gegenüber dem Vorjahr sagt nichts über den Erfolg aus; das Wachstum kann auch auf Zukäufen beruhen.

Aussagen über den wirtschaftlichen Erfolg aufgrund einer reinen Ertragsgrösse sind deshalb nicht möglich. Technisch gute, schöne oder nachhaltige Liegenschaften werden erst dann ökonomisch zu guten Liegenschaften, wenn ihre

In Kürze

- > Die Errechnung der effektiven Rendite eines Immobilienportfolios ist anspruchsvoll
- > Monatliche Bewertungen des Immobilienbestands sollten pragmatisch gehandhabt werden

niedrige (Cash-)Rendite auch tatsächlich durch ein überdurchschnittliches Wertwachstum kompensiert wird. Ohne diesen Beweis bleibt das vermeintlich Gute Wunschenken.

Unterjährige Performancemessung?

Die Swiss Performance Presentation Standards SPPS schreiben für alle Asset-

Autor

Andreas Loepfe
Geschäftsführer,
INREIM AG



klassen ein mindestens monatliches Benchmarking vor. Da die Mieten in der Regel monatlich oder in einem mehrfachen eines Monats anfallen, ist dies im Grundsatz auch im immobilienwirtschaftlichen Benchmarking anzutreffen.

Dies zeigt beispielsweise der KGAST Immo-Index.¹ Da die darin vertretenen Stiftungen relativ regelmässig über das ganze Jahr verteilt Bewertungen durchführen, unterliegt dieser geringen saisonalen Mustern. Er ist somit an sich auch für einen unterjährigen Vergleich geeignet sowie für Gesellschaften, die nicht per Ende Jahr abschliessen.

Da die Bewertung der eigenen Liegenschaften aber in der Regel maximal jährlich erfolgt, kommt auch die wichtigste Immo-

bilienbewertungsnorm der Schweiz, die Swiss Valuation Standards SVS, zum Schluss, dass die Berechnung der Gesamtrendite «auf der Basis von Jahreszahlen für die gängige Praxis meist ausreichend ist».

Ein Ausweg, den verschiedene Anlagestiftungen nehmen, ist die quartalsweise Bewertung eines Viertels des Portfolios. Da die Anteile von Anlagestiftungen zum Nettoinventarwert gehandelt werden, ist ein marktgerechtes, unterjähriges Pricing wichtig. Für viele Endanleger reicht aber eine jährliche Bewertung vollkommen aus. Lieber weniger oft, dafür dann richtig. Zur unterjährigen finanziellen Kontrolle ist ein Abgleich zwischen dem eigenen Budget und grob abgegrenzten Ist-Erträgen weit aus effektiver als eine unscharfe Berechnung der Gesamtrendite.

Ins Gesamtportfolio einfügen

Die Performance der anderen Assets wird meistens monatlich erfasst. Daher

kann es durchaus sinnvoll sein, in einem einheitlichen Prozess auch die Immobilienjahresperformance auf der Basis von monatlichen Werten zu berechnen, aber nicht monatlich auszuweisen.

Bestandesveränderungen werden auf diese Weise automatisch richtig und nachvollziehbar erfasst. Auch der jährlich publizierte schweizerische IPD-Index wird so auf der Basis monatlicher Perioden berechnet. Damit der IPD-Index auch als Marktindex verwendet werden kann, wird bei IPD allerdings die sanierungsbedingte Wertsteigerung nicht der Wertänderungstrendite zugerechnet.

Jährliche externe Bewertung?

Die auf regelmässig durchgeführten, unabhängigen Bewertungen beruhende Performancemessung ist das einzige wirklich aussagekräftige Mittel zur Kontrolle und Führung des internen oder externen Portfolio- und Assetmanagers. Da die Kosten einer nicht erkannten schlechten Performance ohne weiteres um einen Faktor 100 grösser sein können als diejenigen von Wiederbewertungen, kann das Sparen am Bewerter teuer werden.

Zudem erlauben externe Bewertungen eine einfache «Check & Balance» im Bereich Marktmieten sowie der Betriebs-, Unterhalts- und Sanierungskosten. Es ist eine Aufgabe der obersten Gremien, diese Transparenz zu fordern. Kaum jemand auf der operativen Ebene lässt sich gerne kontrollieren. ■

¹ Die Zusammensetzung des KGAST-Immo-Index untersuchte Oliver Kunkel in einem Artikel in der Ausgabe 7/13 der «Schweizer Personalvorsorge».

Berechnung der Gesamtrendite in Anlehnung an die Swiss Valuation Standards (SVS)	
Gesamtrendite (GR) =	Cashflow-Rendite + Wertänderungstrendite
Cashflow-Rendite =	$\frac{\text{Cashflow}}{\text{Marktwert (Anfang)} + \text{Kapitalausgaben}}$
Wertänderungstrendite =	$\frac{\text{Marktwert (Anfang)} - \text{Marktwert (Ende)} - \text{Kapitalausgaben} + \text{Kapitaleinnahmen}}{\text{Marktwert (Anfang)} + \text{Kapitalausgaben}}$
	Kapitaleinnahmen Einnahmen aus Veräusserungen Kapitalausgaben Ausgaben für Zukäufe und Projekte
Gesamtrendite (Jahr) =	$(1 + \text{GR Jan.}) * (1 + \text{GR Febr.}) * (1 + \text{GR März}) * \dots * (1 + \text{GR Dez.}) - 1$

WERBUNG

PUBLICITÉ

Lucerne University of Applied Sciences and Arts

HOCHSCHULE LUZERN

Wirtschaft
Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ

FH Zentralschweiz

Master of Advanced Studies

MAS Pensionskassen Management

Sie müssen anspruchsvolle Fach- und Führungsaufgaben im Bereich der Pensionskassen erfüllen? Wir bieten Ihnen die innovative Plattform zur Vermittlung von Fachwissen sowie Führungs- und Methodenkompetenzen.

Start 4. Lehrgang: 3. März 2014
Info-Veranstaltung: 7. Oktober 2013, 17.15 Uhr im Au Premier, Zürich

www.hslu.ch/pensionskassen