

Performance unterschiedlicher Immobilien-Anlagestrukturen im Vergleich

Die Ökonomie der Verpackung

Immobilienfonds werben mit einer einfachen Handelbarkeit, Anlagestiftungen locken mit einer niedrigen Volatilität und Direktanlagen mit niedrigen Gesamtkosten. Ein direkter Performancevergleich ist aufgrund der höchst unterschiedlichen Risiken nur sehr bedingt möglich.

IN KÜRZE

Die Kollektivierung von Immobilien bringt Mehrkosten mit sich, die oft durch Leverage zumindest teilweise kompensiert werden. Die Frage der Liquidität der unterschiedlichen Anlagegefässe muss differenziert betrachtet werden.

Letztlich geht jede Art der Kollektivierung aus Direktanlagen hervor. Wir müssen so gesehen nicht Äpfel mit Birnen, sondern einzelne Äpfel mit verpackten Äpfeln – oder Äpfel mit Apfelmus – vergleichen. Dabei wird klar, dass die Kollektivierung zunächst kostet.

Kollektivierung kostet

Konkret kostet das Management von Direktanlagen inklusive Bewirtschaftung jährlich rund 0.3 Prozent des Liegenschaftenwerts. Das Management einer Immobilien-Anlagestiftung ist bereits doppelt so teuer und die Total Expense Ratio (TER) von Immobilienfonds beträgt rund 1 Prozent. Die Besteuerung des Fonds frisst dann nochmals gut ein halbes Prozent.

Dabei kann kein Fonds mehr Ertrag abwerfen, als die darin enthaltenen Direktanlagen hergeben. Es stellt sich deshalb die Frage, weshalb die Kollektivierungen nicht durchs Band weg schlechter abschneiden als Direktanlagen.

Ein Grund kann darin liegen, dass ein professionelles Management mehr aus einer Direktliegenschaft herausholen kann. Der wichtigste Grund ist jedoch Leverage: In der Tendenz steigt der Fremdkapitaleinsatz mit steigenden Kosten der Struktur. Dies gilt im Besonderen, wenn die Kollektivierung zur Doppelbesteuerung führt. Die Schweizer Immobilien-Anlagestiftungen weisen sogar eine negative Korrelation zwischen Leverage und Performance aus. Das heisst, dass vor allem die teuren oder weniger profitablen Manager einen höheren Leverage einsetzen (siehe Grafik).¹



Andreas Loepfe
lic. oec. publ. Managing,
Director CUREM,
Universität Zürich

Schlechte Governance ist noch teurer

Hat eine Pensionskasse allerdings Probleme in der Governance wie Machtkämpfe in Ausschüssen, politischen Druck oder eine Verwischung strategischer und operativer Aufgaben, kann die Kollektivierung wie ein Befreiungsschlag wirken. Der Zwang, gemeinsam anzulegen, fördert formale Strukturen und eine objektivere Leistungsmessung. Zu bedenken ist allerdings, dass der Befreiungsschlag irreversibel ist. Liessen sich die Probleme später vielleicht an der Wurzel lösen, können die Liegenschaften nicht mehr aus der Kollektivierung her ausgelöst werden.

Von den effizienteren Strukturen und viel gepriesenen Skaleneffekten der Kollektivierungen profitieren Investoren allerdings nur, wenn der Manager seine Wertschöpfung auch an den Investor weitergibt. Dazu braucht es Wettbewerbsdruck oder direkte Kontrolle durch die Investoren – wie dies bei Anlagestiftungen möglich ist. Erfreulicherweise wächst das Angebot an Immobilienfonds in der Schweiz und sorgt damit für mehr Wettbewerb.

Gemäss dem neusten Investment Intention Survey von INREV ziehen sich im Ausland vor allem die grossen institutionellen Investoren aus den kollektiven Anlagen zurück und investieren stärker in Joint Ventures und separate Accounts (externes Portfoliomanagement).² Treiber sind dabei weniger die Kosten als die Suche nach mehr Kontrolle. Die Finanzkrise zeigte, dass das Miteinander im Stressfall einschränkend sein kann.

Liquidität: Fluch oder Segen?

Um die Jahrtausendwende waren viele Investoren von der Idee beseelt, die

¹ Eine vertiefte Analyse weiterer ökonomischer Unterschiede zwischen den Anlagestrukturen finden Sie im Artikel «Mehr als Volatilität versus Illiquidität?» der SPV 11/09.

² Zu Fachbegriffen siehe Glossar auf Seite 87.

intransparenten, organisatorisch häufig nicht dem Investmentbereich zugeordneten Liegenschaften an die Börse zu bringen und damit der modernen Welt der Kapitalanlagen zuzuführen.

Mit zunehmender Liquidität stieg allerdings auch die Volatilität und mit der Finanzkrise auch die Korrelation mit den grossen Aktienindizes.

Bis heute erklärt man uns unermüdlich, dass sich die Performance von Immobiliengesellschaften langfristig den Direktanlagen annähert. Falls sich wirklich Bestandsliegenschaften darin befinden, ist dies ja auch sehr plausibel. Nur, was bringt die Liquidität, wenn die Investments über Jahre gehalten werden müssen, bis sich die Immobilienqualität auch wirklich entwickelt?

Klar, unsere Schweizer Fonds weisen gegenüber den international gehandelten Immobilienaktien eine weit geringere Volatilität – allerdings auch Liquidität – auf: Das durchschnittliche Handelsvolumen eines Schweizer Fonds liegt bei rund einer Million Franken pro Tag. Bei kleineren Fonds kann es deshalb weit teurer werden, grössere Mengen in kurzer Zeit zu verkaufen, als bei Direktanlagen. Dennoch hält sich die Vorstellung, dass Anleger mit einer Prämie für das Inkaufnehmen der Illiquidität entgolten

werden (müssen), wenn sie in nicht kotierte Assets investieren. Mit gutem Grund könnte aber auch argumentiert werden, dass eine Prämie erhalten muss, wer sich der überschüssenden Preisbildung des Kapitalmarkts aussetzt.

Vielleicht ist deshalb eine gute Mischung die Lösung: Da die Illiquiditätsdynamik der unterschiedlichen Anlagestrukturen im Stressfall unterschiedlich sein dürfte, kann eine Diversifikation der Anlagestrukturen auch als Beitrag zur Diversifikation von Illiquiditätsrisiken und -kosten verstanden werden (siehe Artikel Beiner/Sütterlin, Seite 73).

Den Diversifikator diversifizieren?

Die erste Liegenschaft in einem Portfolio mit verschiedenen Assetklassen hat potenziell den grössten Diversifikationseffekt, solange diese selbst kein Klumpenrisiko darstellt. BVV 2 limitiert dabei das Anlagevolumen einer einzelnen Liegenschaft auf maximal 5 Prozent des gesamten Anlagekapitals.

Zur Diversifikation der immobilien-spezifischen Risiken braucht es keine weiteren Liegenschaften. Die Diversifikation innerhalb der Immobilienallokation ist erst dann relevant, wenn sich die Risiken mehrerer Liegenschaften zu einem Klumpen zu akkumulieren begin-

nen, wie etwa bei mehreren Liegenschaften in der Erdbebenregion Basel.

Bei nicht kotierten Anlagen versagt die passive Logik der liquiden Märkte, die eine fast perfekte Diversifikation zu sehr geringen Kosten ermöglicht. Quasi alle Liegenschaften im Index von Direktanlagen gehören anderen Eigentümern – der Index lässt sich deshalb wortwörtlich nicht kaufen.

Da eine Vollabdeckung des Markts ohnehin unmöglich ist, muss man sich von der Idee einer Stichprobe leiten lassen. Da sich die wichtigen Marktsegmente der Schweiz gleichförmig bewegen, reichen dazu je nach Allokationsziel wenige Objekte. Selbst ein einzelnes, in sich etwas differenziertes Mehrfamilienhaus im Raum Zürich wird dem MSCI-Immobilienindex über weite Strecken näher folgen als ein Portfolio von kotierten, volatilen Immobilienfonds mit x-tausend Liegenschaften. Entscheidend für den langfristigen Erfolg ist weniger die perfekte Diversifikation als eine performanceorientierte, motivierende Führung der Bewirtschaftung und weiterer Dienstleister.

Global oder lokal?

Fehlt dazu die interne Management-Kompetenz, kann ein Separate-Account-Mandat weiterhelfen. Fehlt auch das Anlagevolumen für eine minimale Stichprobengrösse, bleiben nur Kollektivanlagen.

Beim Gang ins Ausland wird dies auch für grosse Kassen relevant. Gemäss Berechnungen von CBRE bräuchte es mindestens 100 Liegenschaften, um die Abweichung der Portfolio-Performance vom globalen Index auf unter 5 bis 10 Prozent zu senken.

Die globale Allokation bringt dann aber auch weit mehr Diversifikation als etwa bei Aktien: Schweizer Aktien korrelieren zu den globalen Aktien etwa zu 85 Prozent. Dagegen korrelieren nicht kotierte Schweizer Immobilienanlagen lediglich zu 10 Prozent mit einem globalen Index. Dies hat unter anderem damit zu tun, dass der Swiss Market Index (SMI) zu rund zwei Dritteln aus Nestlé, Novartis und Roche besteht, die das Gros ihrer Aktivitäten global tätigen. Bildhaft gesprochen, kommen diese Äpfel aus aller Welt. Der MSCI Property Index Switzerland enthält hingegen wirklich nur Schweizer Äpfel. ■

Benchmarking unterschiedlicher Anlagestrukturen beziehungsweise -ebenen

