



# Mit Fachwissen den Mangel bekämpfen

**INVESTIEREN** Immer wieder wird ein Anlagenotstand bei Immobilien festgestellt. Anleger klagen, dass «brauchbare Objekte» am Markt kaum noch zu finden sind. Sie stossen dabei auf wenig Widerspruch. Auf den zweiten Blick scheint das Problem allerdings zumindest teilweise hausgemacht zu sein.

ANDREAS LOEPFLE

Eigentlich fühlen wir uns an jedem besiedelten Punkt der Schweiz von vielen Gebäuden umgeben. Die verfügbaren Daten scheinen diesen Eindruck noch zu bestätigen. Gemäss Bundesamt für Statistik gab es im Jahr 2000 in der Schweiz alleine im Sektor Wohnen 1,46 Mio Gebäude. Davon waren 228 000 als Mehrfamilienhäuser aufgeführt und damit potenzielle Investitionsobjekte. Die Liegenschaften repräsentieren dabei enorme Werte. So liegt der Wert der gebauten Umwelt auch ohne Infrastrukturbauten über der Summe der Börsenkaptalisierung aller Unternehmen: Im Jahre 2002 betrug der Marktwert sämtlicher Schweizer Immobilien 1750 Mrd Fr., die Kapitalisierung der an der Swiss Exchange SWX kotierten Aktien und Unternehmensanleihen etwa 1000 Mrd Fr. Grundsätzlich sind Anzahl und Wert der Immobilien in der Schweiz also immens. Dennoch scheinen sie für Investoren oft knapp zu sein. Diese suchen «attraktive Objekte». Aus ökonomischer Sicht ist eine Liegenschaft für einen Investor attraktiv, solange der heutige Wert den des künftigen Preises nicht übersteigt (Net present value). Selten wird beach-

tet, dass dieser Gegenwartswert von der Fähigkeit des Investors abhängt, durch Finanzierung, Bewirtschaftung oder Entwicklung mit einer bestimmten Immobilie Nutzen und Mehrwert zu schaffen. Wie in anderen Branchen strebt jeder Unternehmer und Investor danach, bestimmte strategische Fähigkeiten zur Wertschöpfung zu entwickeln. Diese werden auch als Best-Owner-Qualitäten beschrieben. Da der Best Owner einer Immobilie den meisten Nutzen aus ihr ziehen wird, ist sein Gegenwartswert dieser Nutzen und mithin seine Zahlungsbereitschaft dafür am höchsten. Es besteht also ein Unterschied zwischen dem Marktwert und dem subjektiven Investitionswert der Investoren (Investment Value).



**Woher die Knappheit kommt**

Warum sind also trotz der immensen Menge und Vielfalt von Immobilien zu wenig «brauchbare Objekte» auf dem Markt? Eine Antwort gibt der erwähnte Best Owner Ansatz: Weil zu viele Investoren zu wenig Best-Owner-Qualitäten haben, sich daher nicht von anderen Marktteilnehmern abheben und dieselben «traditionellen Objekte zu traditionellen Preisen» suchen. Die Preise dieser Anlagen steigen jedoch tendenziell soweit, bis sie sich der individuellen Zahlungsbereitschaft der mutmasslichen Best Owner nähern (Investment Value) und nur noch für diese erschwinglich sind.

Alle übrigen Investoren finden keine «brauchbaren Objekte». Alle übrigen «weniger traditionellen» Immobilien ihrerseits finden keine Best Owner und werden mithin kaum gehandelt. Abgesehen von Zeitverzögerungen bei der Preisanpassung erweist sich der Anlagenotstand demnach letztlich als Kompetenznotstand vieler Investoren.

Immobilien gäbe es genug, es fehlen aber die entsprechend spezialisierten Best Owner/Investoren. Der Best-Owner-Ansatz rät also zur Differenzierung von der Konkurrenz. Dies kann durch den Aufbau immobilienpezifischer Managementfähigkeiten gesche-

hen. Das aktuelle Stichwort hierzu lautet: Professionalisierungsschub in der Immobilienbranche. Beispiele solcher Fähigkeiten sind der Umgang mit neuen Nutzungen, Regionen, Lebenszyklusphasen oder anderen Rendite- und Risikoprofilen. Gelingt dies nicht, kann der Investor Zugriff auf solche Fähigkeiten nehmen, indem er indirekt via andere Best Owners investiert. Basierend auf diesen Thesen können wir in die Zukunft schauen. Etwa 90% der Schweizer Immobilienwerte halten Private direkt. Damit ist die Schweiz in Europa keine Ausnahme. Dennoch zeigt ein Blick auf hochentwickelte Immobilienmärkte, dass dort der Anteil von in Wertschriften verbrieften Immobilienanlagen (wie Immobilien-Aktiengesellschaften) am investitionsfähigen Immobilienbestand klar höher liegt.

In Europa beträgt er im Jahr 2004 im Schnitt 4%, in den USA erreicht er 12%, im Vereinigten Königreich 17% und in Australien gar 52%. Es ist also zu erwarten, dass die institutionellen Investoren ihren Anteil am Immobilienmarkt mit steigender Spezialisierung ausdehnen können. Zudem

werden andere Investoren vom Wissen der spezialisierten Eigentümer profitieren wollen, indem sie in diese Firmen oder in andere Anlagegefässe (wie Immobilienfonds) investieren. Der Anteil verbrieft

Immobilien wird dadurch steigen. Manche befürchten wegen dieser Aktivitäten explodierende Preise auf den Immobilienanlagemärkten.

Mit Blick auf das riesige Potenzial von noch nicht in Kapitalmarktprodukten «verpackten» Immobilien erscheinen dies Befürchtungen aber unbegründet. Auch in der Schweiz entstehen zurzeit erfolgreiche Vehikel mit profilierten Strategien und spezialisiertem Management. Ein Beispiel ist die Anlagegruppe Immobilien – Wohnen Schweiz der Zürich Anlagestiftung.

---

Andreas Loepfe, Verantwortlicher Portfolio Management Anlagegruppe Immobilien Wohnen Schweiz, Zürich Anlagestiftung, Zürich.

**Kaum jemand  
sieht, dass der  
Gegenwartswert  
einer Immobilie  
von der Fähigkeit  
des Investors  
abhängt, Nutzen  
zu schaffen.**

## in Weg, wie man auch die «kleinen Ungeliebten» nutzen kann

Die Anlagegruppe Immobilien – Wohnen Schweiz der Zürich Anlagestiftung wurde für Vorsorgeeinrichtungen geschaffen. Seit der Erstaussgabe am 1. April 2004 erwirtschaftet dieses Vermögen eine durchschnittliche Rendite von 6,41% pro Jahr. Der Benchmark erreichte 4,15% pro Jahr.

Die Anlagestiftung steht Institutionen, die Liegenschaften in das Vermögen einbringen, zur Investition ohne Ausgabenkommission offen (siehe dazu die Internetseite [www.immoswap.ch](http://www.immoswap.ch)). Für andere Vorsorgeeinrichtungen besteht eine Warteliste. Mit der performanceorientierten Steuerung ist das Investment Office Real Estate der Zürich Versicherungsgesellschaft beauftragt. Dieses führt seit Jahren eines der grössten institutionellen Schweizer Immobilienportefeuilles. Rezept für die oben erwähnten Erträge ist die klare Renditeorientierung des Managements und der Strategie. Letztere beinhaltet die Spezialisierung auf einen Nutzungssektor (Ertrags- und Kostenoptimierung) und die gleichzeitige Diversifikati-

on durch eine grosse Anzahl Objekte in unterschiedlichsten Lagen (Risikosteuerung). Die Investitionen erfolgen in kleinere bis mittelgrosse Wohnliegenschaften in der ganzen Schweiz. Diese Anlagen gelten bei vielen traditionellen Investoren aufgrund ihres hohen Managementaufwandes als «die kleinen Ungeliebten». Zudem können definierte Anteile des Vermögens in nicht erstklassige Bauzustände und Lagen investiert werden.

Als Hauptziel verfolgt die Anlagegruppe das Erreichen stabiler, relativ hoher und langfristig inflationsgeschützter Einnahmen. Chancen und Risiken werden entsprechend sorgfältig beobachtet: Etwa Einflüsse auf den Cashflow wie der Bauzustand, die Mieterfluktuation, die Drittverwendbarkeit oder Einflüsse auf die Nachhaltigkeit der Erträge wie die Mieterqualität oder Mietzinspotenziale sowie weitere Faktoren wie Illiquiditätsrisiken, das Marktwachstum und Ausstiegsszenarien. Das Vermögen der Anlagegruppe stieg von 80 Mio Fr. im April 2004 auf 385 Mio Fr. im Juni 2006. (cf)