

Das Optimum finden

Investitionsstrategie: Für Klein- wie für Grossanleger gibt es optimierte Immobilienanlagen. Entscheidend ist das Anlagevolumen.

Von Andreas Loepfe*

Der Finanzsektor hat die volkswirtschaftlich bedeutsame Aufgabe, Haushalte, die Geld anlegen möchten und Unternehmen, die Gelder suchen, zusammenzuführen. Da die Anlagebedürfnisse und Möglichkeiten eines einzelnen Haushaltes nur selten eins zu eins mit dem Kapitalbedarf eines einzelnen Unternehmens übereinstimmen, versuchen verschiedenste Vermittler, so genannte Finanzintermediäre wie Banken, Versicherung oder Anlagefonds diesen

Ausgleich zu erleichtern. Dies gilt grundsätzlich auch für die Welt der Immobilienanlagen.

Pooling bringt Mehrwert

Eine der wichtigsten Funktionen der Finanzintermediäre ist das Pooling. Durch das Zusammenführen der Mittel vieler Haushalte können verschiedene Unternehmen oder Immobilien mit der Menge von Geld versorgt werden, die wirklich benötigt wird. Zudem findet im Pool eine Diversifikation der Risiken statt. Darüber hinaus kann ein spezialisiertes Pool-Management von besseren Informationen und Kontakten profitieren. Entscheidend ist, dass ein Finanzintermediär aus der Sicht der Anleger einen Mehrwert generiert; ansonsten würden diese Direktanlagen vorziehen oder in einen anderen Pool investieren.

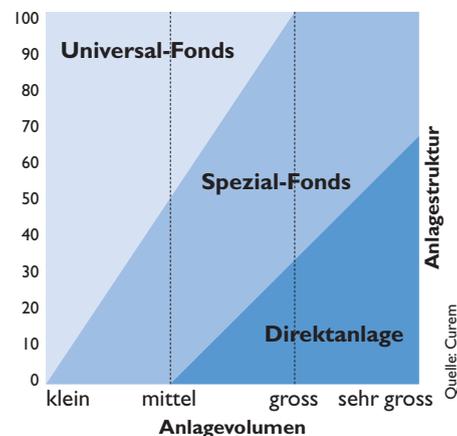
Bereits ab etwa fünfzehn sorgfältig gewählten Immobilien-Investments bringt aber ein zusätzliches Objekt kaum mehr eine spürbare weitere Diversifikation. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass dieses Investment in einem anderen Pool wertschöpfender ist. Mit anderen Worten: Die positiven Effekte des Grössenwachstums von Investment-Pools durch Synergien und Diversifikation sind ab

Der richtige Mix

In einer idealtypischen Betrachtung verändert sich der optimale Gefässe-Mix mit zunehmendem Anlagevolumen wie folgt:

- Kleinanleger investieren mit Vorteil in einen oder wenige Universal-Fonds, die ein möglichst breites Universum abbilden (zum Beispiel Büro und Wohnen in einem Fonds).
- Bei zunehmender Grösse können die Universalfonds durch eine Kombination von Spezial-Fonds ersetzt (Büro-Fonds und Wohnen-Fonds) und durch weitere Spezialfonds ergänzt werden (Logistik-Fonds).
- Ab einer mittleren Grösse des Anlagevolumens können für gewisse Marktsegmente «Best Owner»-Qualitäten seitens des Investors entwickelt werden. Konsequenz ist, dass er in der Lage ist, diese Investments direkt zu halten.

- Sehr grosse Investoren können auf Universalfonds gänzlich verzichten, wenn sie deren Wertschöpfung selber generieren wollen, respektive können. Aber auch sie werden nicht für alle Marktsegmente «Best Owner»-Qualitäten entwickeln können. Das heisst, dass Randgebiete über indirekte Anlagen abgedeckt werden.



einer kritischen Grösse ausgeschöpft.

Grenzen des Wachstums

Besonders augenscheinlich sind diese Grenzen des Wachstums bei Konzernen mit einer Holding-Struktur. Die Holding kann hier ebenfalls als Finanz-Pool verstanden werden, der ganze Unternehmen kauft, hält und wieder verkauft. Das Ziel der Holding besteht darin, Unternehmen zu akquirieren, die in ihrem Eigentum den grösstmöglichen Wert erreichen oder für die sie «Best Owner» ist.

Aus Investmentperspektive werden Immobilien heute als «kleine Unternehmen» verstanden, für die Businesspläne erarbeitet und umgesetzt werden. In einer Weiterentwicklung dieses Verständnisses können Immobilien-Pools, wie zum Beispiel Immobilienanlagefonds,

Immobilien-AG's oder Anlagestiftungen als Holding dieser «kleinen Immobilien-Unternehmen» verstanden werden. Somit entspricht die Portfolio-Strategie der Holding-Strategie. Auch für diese gilt dann die Regel nur Unternehmen beziehungsweise Liegenschaften zu erwerben, für die sie «Best Owner» sind. Ansonsten führen sie dem Pool keinen Mehrwert hinzu (siehe IMMOBILIEN Business Juli/August 2004).

Nur bedingt direkt investieren

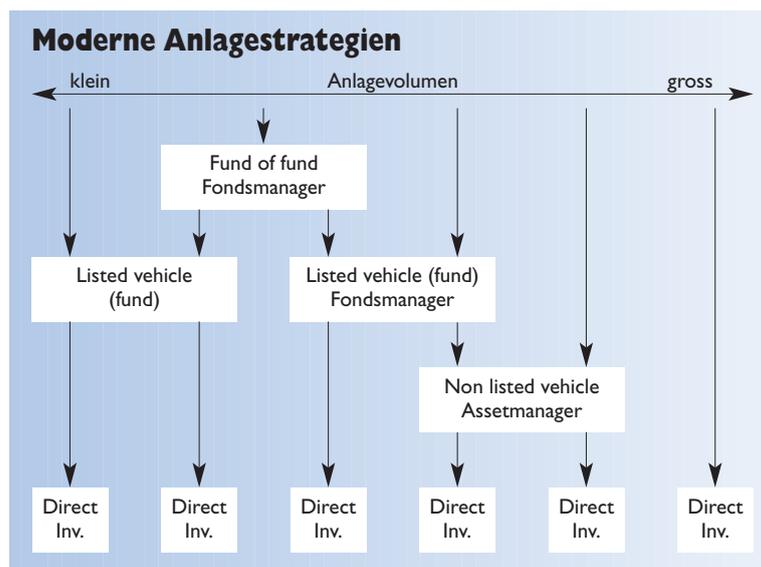
Die Frage, ob direkt oder indirekt investiert werden soll, lässt sich einfach beantworten. In einem funktionierenden Markt lohnen sich direkte Anlagen nur für den «Best Owner» dieser Immobilie. Ist die Liegenschaft im Pool eines Finanzintermediärs mehr Wert, weil er deren Risiken besser

managen oder durch andere Immobilien in seinem Pool besser ausgleichen kann, so ist es attraktiver, dieses Investment indirekt zu halten. In einem hoch entwickelten Finanzsektor bedingt ein sinnvolles direktes Engagement deshalb ein beachtliches minimales Anlagevolumen und eine fokussierte Investment-Kompetenz.

Somit ist die bisher häufig vertretene Investment-Philosophie des direkten oder indirekten Investments heute zu einer Frage der richtigen Mischung aus direkten und indirekten Investments geworden.

Suspekte Einflüsse auf dem Börsenplatz

Diese Sowohl-als-auch-Betrachtungsweise führt in der praktischen Umsetzung zuweilen zu Schwierigkeiten, da direkte und in-



Der optimale Investment-Mix hängt vom Anlagevermögen ab: Je grösser das Anlagevolumen, desto höher kann der Anteil an direkt gehaltenen Immobilienanlagen sein.

direkte Immobilienanlagen häufig organisatorisch und mental getrennt geführt werden. Besonders delikat ist die Situation bei indirek-

ten Immobilienanlagen. Den traditionellen Immobilienmanagern sind die bei indirekten Anlagen stärker und besser spürbaren Ka-

pitalmarkteinflüsse suspekt. Zudem hat die Wahl und Steuerung von externen Assetmanagern wenig mit Bauen und Vermieten zu tun. Auf der anderen Seite mussten viele Assetmanager des Wertschriftenbereiches erfahren, dass sich ihr bisheriges Denken in Risiko/Return-Komponenten nicht einfach auf Immobilien übertragen lässt.

Es ist allerdings davon auszugehen, dass mit zunehmendem Wettbewerbsdruck und steter Professionalisierung die Immobilien-Investmentmanager die ganze Klaviatur der Anlagegefässe beherrschen lernen. Dazu bedarf es vor allem der Multidisziplinarität und der Wertschöpfungsorientierung. ■

*Andreas Loepfe, Mrics, ist Verwaltungsrats-Präsident des Centers for Urban and Real Estate Management (Curem) und als Leiter Research & Strategie, Investment Office Real Estate der Zürich Versicherung tätig.