

Wertschöpfung oder Abschöpfung?

Investmentmanagement: Bei der indirekten Immobilieninvestition nimmt der Investor die Dienste eines so genannten Finanzintermediärs in Anspruch. Welche Wertschöpfung kann dieser Spezialist bewirken, und in welchem Ausmass haben Investoren an dieser Wertschöpfung teil?

Von Andreas Loepfe*

Auf einem perfekten Markt besitzen Investoren umfassende Informationen über die Investitionsobjekte. Sie kaufen und verkaufen ohne Transaktionskosten. Die zu investierenden Mittel entsprechen jeweils dem Angebot bezüglich Menge, Zeitpunkt und Qualität. Diese und weitere Bedingungen sind bekanntlich auf Immobilienmärkten nicht gegeben: Sowohl der Standort als auch die Immobilie sind immer einzigartig, die Informationssammlung und die Vergleichbarkeit von Preisen sind dadurch erschwert. Die expliziten Erwerbsnebenkosten (Steuern, Notariatsgebühren und so weiter) liegen im Bereich einiger Prozentpunkte der Investitionssumme. Und zuletzt sind die Objekte nicht in kleinen Stückelungen zu erwerben.

Dadurch rücken die Immobilienmärkte weg vom vollkommenen Markt, wie dies etwa bei börsengehandelten Wertschriften der Fall ist. Es entsteht verstärkt Raum für Finanzintermediäre. Diese treten unter anderem als Anlagegefässe zwischen die Immobilie und den Investor.

Unter Transformation des Informationsbedarfs versteht man die Skaleneffekte, die durch Verteilung des im Wesentlichen fixen Informationsaufwandes auf steigende Anlagebeträge entstehen. Die Losgrössentransformation ermöglicht, durch Sekuritisierung (Verbriefung) mit relativ kleinen Investitionsbeträgen an einem Immobilienportfolio zu partizipieren. Risikotransformation bedeutet die Reduktion von Performance-schwankungen gegenüber der Direktanlage durch Diversifikation, verbesserte Selektion oder Versicherungsleistungen. Liquiditäts-transformation schliesslich bezeichnet die verbesserte Handelbarkeit einer indirekten Anlage im Vergleich zu den relativ illiquiden Immobilien selbst.

Seriöse, nachhaltige Performance

Die individuellen Fähigkeiten des Finanzintermediärs bestimmen, in welchem Mass er mittels der erwähnten Funktionen nützen kann. Anstelle der Suche nach der richtigen Immobilie bei der Direktinvestition tritt also hier die Suche nach dem besten Investmentmanager (Finanzintermediär). Diesem stehen verschiedene Mittel zur Beeinflussung seiner Performance

zur Verfügung: Buchhaltungstricks, eine Erhöhung des Immobilienrisikos oder die Entwicklung und Pflege bestimmter Investment-Managementqualitäten. Nur die letzte dieser Möglichkeiten verspricht eine seriöse und nachhaltige (Über-)Performance. Hier kommt das bereits früher an dieser Stelle propagierte Best Owner Prinzip zum Zug («Immobilien Business», März 2005): Die optimale Performance tritt ein, wenn eine maximale Übereinstimmung von Strategie, Struktur und Kultur des Investmentmanagers mit dem geführten Immobilienbestand gegeben ist. Mindestens soll diese Übereinstimmung dabei besser sein als diejenige der Konkurrenz. Dies bedeutet in der Regel eine Spezialisierung und Differenzierung des Investmentmanagers gegenüber seiner Konkurrenz. Ansatzpunkte für solche Fähigkeiten finden sich entlang der ganzen Wertschöpfungskette. Beispiele sind unter anderem: Mitarbeiterselektion und -motivation, Beschaffungs- und Absatzmarketing und Research. Für Bereiche, in denen solche Fähigkeiten nicht entwickelt werden können, bleibt die Investition in andere Spezialisten (Best Owner).

Klar erbringen Investmentmanager ihre Intermediärfunktion nicht

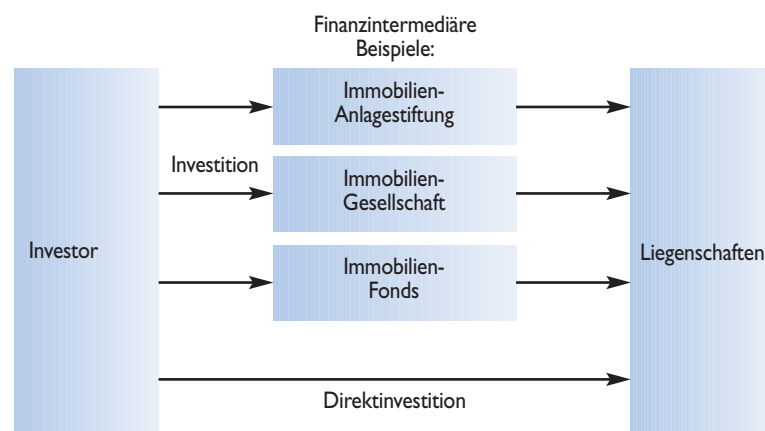
gratis. So gilt es für den Investor, den nach Abzug seiner Kosten (Fees) besten Investmentmanager zu finden. Oder anders gefragt: Wie viel vom generierten Mehrwert schöpft der Intermediär durch seine Gebühren gleich selbst wieder ab? Dies hängt von der Markteffizienz und vom Wettbewerb unter den Investmentmanagern ab.

Profit des Investors

Auf effizienten Märkten (etwa US-Reit-Märkte) wird zumindest bezüglich Risiko und Performance bezweifelt, ob die Intermediäre überhaupt einen andauernden Mehrwert schaffen können. Zum Beispiel fanden Untersuchungen in der Periode von 1985 bis 2004 für offene US-Immobilienfonds eine durchschnittliche jährliche Minderperformance nach Gebühren von 20 bis 180 Basispunkten gegenüber dem entsprechenden Index für Direktanlagen (NCREIF). Vor diesem Hintergrund erklärt sich die steigende Beliebtheit passiv geführter Vehikel, die meist einen Index nachzeichnen. Auch diese Vehikel erfüllen als Intermediäre die erwähnten Funktionen, ohne jedoch durch aktives Überbetonen oder Handeln einzelner Titel eine Überperformance gegenüber dem Index anzustreben. Dies wird im Gebührenniveau reflektiert.

Die Märkte für nichtkотиerte Anlagegefässe oder Immobilien-direktinvestitionen sind heute noch deutlich weniger effizient. Sie bieten daher mehr Spielraum für Überperformance. Von dieser profitiert der Investor aber vor allem unter der Voraussetzung von hinreichendem Wettbewerb zwischen den Finanzintermediären. ■

Anlagegefässe als Finanzintermediäre



* Andreas Loepfe MRICS ist Leiter Real Estate Research & Strategies der Zürich Versicherungs-Gesellschaft, Portfolio Manager der Immobilienvermögen der Zürich Anlagestiftung und VR-Präsident von CUREM.