

IMMOBILIEN-INVESTMENTS

EXTERNEN PORTFOLIO-MANAGEMENT AUF DEM VORMARSCH

ANDREAS LOEPFE / ROLAND STOCKMANN

Immobilien gehören längst in jedes gut diversifizierte Portfolio. In jüngerer Vergangenheit ist auch in der Schweiz eine zunehmende Professionalisierung des Immobilien-Managements zu beobachten. Als interessante Alternative gewinnt das externe Management von Direktanlagen zunehmend an Bedeutung. Mit dem hierfür spezialisierten Dienstleister INREIM AG unterhielt sich die B2B-Redaktion über das Modell und die damit verbundenen Vorteile für Immobilienbesitzer.

Andreas Loepfe, das externe Portfoliomanagement von Immobilien war in der Schweiz lange Zeit kaum verbreitet. Was waren die Gründe hierfür?

Loepfe: Pensionskassen und Versicherungen führten Immobilien entweder intern als Direktanlagen oder hielten Anteile von kollektiven Kapitalanlagen. Und Private erledigten das «Portfoliomanagement» oft selbst, besorgten also die Bewirtschaftung direkt oder mit weiteren Dienstleister. Dies hat auch damit zu tun, dass in der

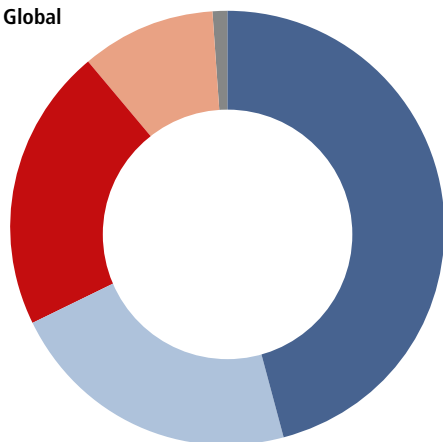
Schweiz mehrheitlich in Mehrfamilienhäuser investiert wird, die vermeintlich einfach verwaltet werden können.

Stockmann: Im angelsächsisch geprägten Ausland ist es dagegen seit Jahrzehnten verbreitet, auch bei Direktanlagen das eigentliche Asset Management an Dritte auszulagern, so wie es hierzulande für aktiv geführte Mandate bei Aktien und Obligationen üblich ist.

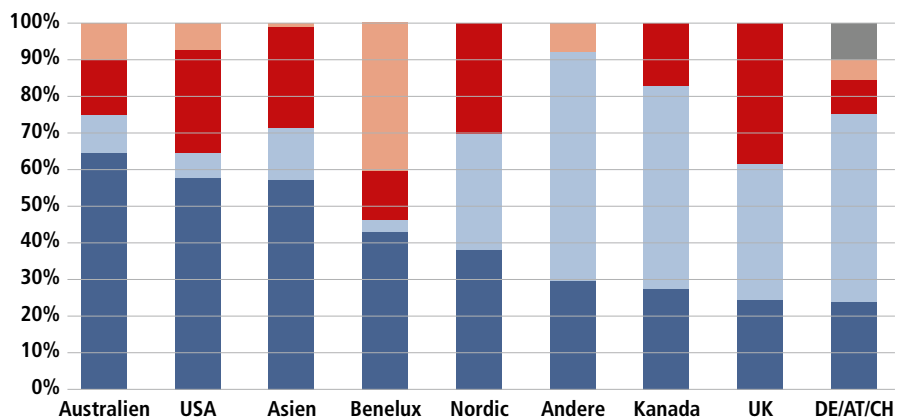
Was passiert aktuell in der Schweiz?

Der Anteil von separate Accounts ist seit der Finanzkrise 2008 stark gestiegen

Global



Nach Regionen



■ Ungelistete Fonds ■ Direkt/Inhouse ■ Separate Accounts/JVs ■ REITs ■ Andere

Quelle: IPD, 2014



Andreas Loepfe
Partner und
Geschäftsführer
der INREIM AG,
Zürich.

Stockmann: In den letzten Jahren haben sich die Professionalität und Transparenz im Schweizer Markt für Immobilienanlagen sprunghaft verbessert. Heute führen praktisch alle professionellen Eigentümer jährlich eine marktorientierte «Fair Value»-Bewertung durch und können so die eigene Performance messen und mit Benchmarks vergleichen.

Loepfe: In den Jahren steigender Immobilienwerte und sinkender Zinsen reichte etwas Erfahrung und gesunder Menschenverstand durchaus, um im Vergleich zu anderen Anlageklassen eine akzeptable Performance zu erreichen. Doch die eigentliche Bereinigung im Immobilien-Management steht der Schweiz noch bevor.

Inskünftig wird es ohne solides multidisziplinäres Wissen, grosse Erfahrung und schlanke, auf Performance getrimmte und mit massgeschneiderter IT unterstützte Prozesse nicht mehr möglich sein, messbar nachhaltig gute Resultate zu erzielen.

Stockmann: Es ist deshalb nicht verwunderlich, dass sich vermehrt auch private Anleger, Family Offices und Stiftungen für ein professionelles Immobilien-Portfolio-Management interessieren.

Weshalb reicht denn ein guter Bewirtschafter nicht?

Loepfe: Ein guter Bewirtschafter ist durchaus ein zentraler Faktor für eine gute Performance. Die Interessenlage des Be-

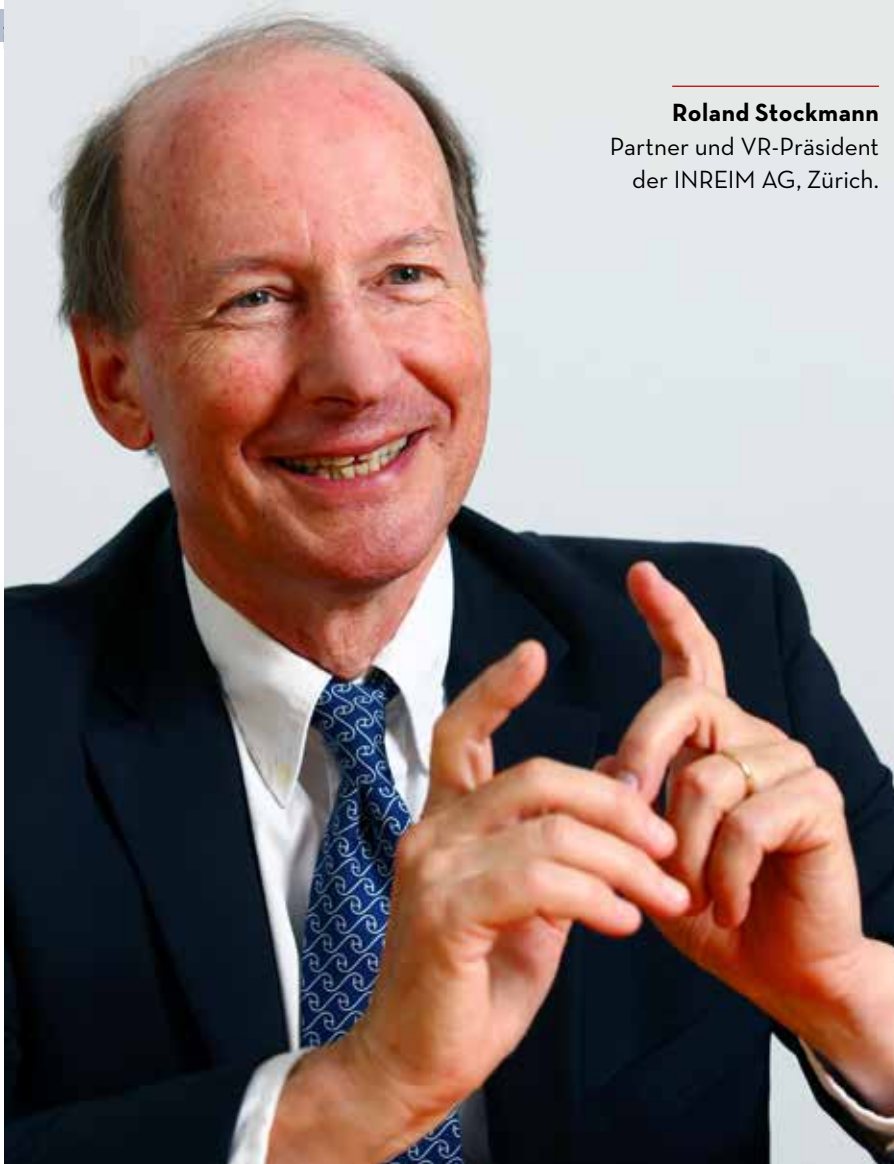
wirtschafters ist aber leider nicht vollständig kongruent mit jener des Eigentümers. Kann er ihm beispielsweise eine umfassende Sanierung schmackhaft machen, erhöht sich sein Honorarvolumen bei gleichzeitiger Reduktion des Arbeitsaufwandes. Ob sich dabei die Sanierung für den Eigentümer rechnet, interessiert den Bewirtschafter möglicherweise weniger. Erschwerend kommt hinzu, dass der Bewirtschafter in aller Regel über einen grossen Informationsvorsprung verfügt, was im Übrigen auch für weitere Dienstleister wie Architekten oder Makler gilt. Diesem ausgeprägten «Prinzipal-Agent»-Problem kann nur mit einem fachlich äusserst kompetenten Prinzipal in Form eines professionellen Portfoliomanagers begegnet werden.

Wie kommt es, dass seit der Finanzkrise stark von indirekten Anlagen in externes Portfoliomanagement umgeschichtet wird?

Stockmann: Die Finanzkrise hat den Wert einer direkten Kontrolle der Assets sichtbar gemacht. Viele Anleger von Kollektivanlagen mussten schmerzhaft erfahren, dass im Stressfall die Kapazitäten und Kompetenzen des schwächsten Co-Investors die Agenda bestimmen. Zudem sind die Gesamtkosten des externen Portfoliomanagements oft günstiger, weil unter anderem keine Kosten für das Management der Anlagestruktur entstehen. Es hat sich auch gezeigt, dass die Möglichkeit, den Manager zu wechseln, ohne die Assets zu verlieren, sich motivierend auf den Manager auswirkt.

Sind Kollektivanlagen dafür nicht besser diversifiziert?

Loepfe: Bis zu einem gewissen Grad stimmt dies. Allerdings hat auch hier die letzte Finanzkrise einmal mehr gezeigt, dass die Diversifizierbarkeit üblicher Kapitalanlagen im Crash beschränkt ist. Zudem suchen die meisten Investoren ja keine Diversifikation innerhalb der Immobilienanlagen, sondern benutzen Immobilien zur Diversifikation eines Multi Asset Portfolios. Dazu liefert die erste Liegenschaft



Roland Stockmann
Partner und VR-Präsident
der INREIM AG, Zürich.

den grössten Grenznutzen, solange diese selbst kein Klumpenrisiko darstellt.

Stockmann: Es spricht also nichts dagegen, bloss einzelne Liegenschaften im Multi Asset Portfolio zu halten. Dagegen sind «perfekt» diversifizierte kollektive Immobilienanlagen aus Sicht eines Multi Asset Portfolios überdiversifiziert; die Performance-Einbusse überwiegt also den Diversifikationsvorteil.

Und wie steht es um die bessere Liquidität kollektiver Kapitalanlagen?

Stockmann: Kotierte Anlagen sind zumindest für kleinere Handelsmengen liquider und können einfacher, schneller und kostengünstiger gehandelt werden

als Immobilien-Direktanlagen. Sie weisen allerdings auch eine mehrfach grössere Volatilität auf und zeigen eine hohe Korrelation mit den Aktienmärkten. Institutionelle Anleger wählen deshalb als Alternative zu Direktanlagen sinnvollerweise Anteile nicht-kotierter Immobilienanlagen. Diese sind aber im Crash weniger liquide als traditionelle Direktanlagen und werden deshalb in fallenden Märkten oft mit Disagios zum Nettoinventarwert gehandelt.

Gibt es denn keine passiven Anlagen, die zugleich eine hohe Diversifikation und eine preisgünstige Anlagestruktur ermöglichen?

Loepfe: Leider nein. Das ist genau der entscheidende Punkt. Im Gegensatz zu den liquiden Wertpapiermärkten ist ein passives, indexnahes Investieren in nicht-kotierte Immobilienanlagen nicht möglich. Es gibt zwar auch in diesem Bereich eine ansehnliche Zahl etablierter Indizes, die in der Praxis auch als Benchmarks Verwendung finden. Ihnen allen fehlt aber die Investierbarkeit. So gibt es beispielsweise keine Möglichkeit, den für Direktanlagen weit verbreiteten IPD-Index oder den für Schweizer Immobilien-Anlagestiftungen gebräuchlichen KGAST Immo-Index zu kaufen. Dem Management kommt deshalb eine besondere Bedeutung zu.

Viele namhafte Immobilien-Manager offerieren neben indirekten Anlagen auch externes Portfoliomanagement – so genannte «separate Accounts». Weshalb dies?

Stockmann: Das ist eine gute Frage: Mit Blick auf die Gebühren ist das Führen von eigenen Kapitalanlageprodukten für Real Estate Investment Manager in aller Regel interessanter als ein «Separate Account»-Mandat. Durch die Umschichtung von indirekten Anlagen in «separate Accounts» droht aber ein Verlust an Marktanteilen für all jene, die nur Kapitalmarktprodukte anbieten. Hinzu kommt, dass individuell geführte Mandate auf den weltweit ausgetrockneten Core-Märkten agiler einkaufen können, als die oft trägen, zuweilen auch überregulierten kollektiven Anlagen und auch deshalb höhere Wachstumsraten aufweisen.

Ist externes Portfoliomanagement auch eine Alternative zum internen Management?

Loepfe: Eindeutig. Ein Mandatsverhältnis ist grundsätzlich flexibler als ein internes Management und ist bei Immobilien-Portfolios unter 300 bis 500 Mio. CHF auch günstiger. Oft ist intern nur ein einzelner Portfoliomanager tätig, während extern ein multidisziplinäres Team eingesetzt werden kann, das auch Compliance-Aufgaben wahrnehmen und für Kontinuität der Prozesse sorgen kann.

Stockmann: Die Erfahrung zeigt zudem, dass der Wechsel zu einem externen Team strukturiertere Entscheidungsprozesse und eine objektivere Leistungsmessung begünstigt.

Ab welchem Anlagevolumen kann ein externes Immobilien-Portfoliomanagement sinnvoll sein?

Stockmann: Im Falle eines institutionellen Anlegers mit entsprechend formalen Entscheidungsprozessen und einem umfangreichen Reporting liegt das minimale Immobilien-Anlagevolumen unserer Erfahrung nach bei rund 50 Mio. CHF. Bei Privaten kann die kritische Grösse wesentlich darunter liegen. Da kommt es weniger auf das Volumen, sondern auf die Komplexität der Aufgaben an.

Und was kostet ein externes Portfoliomanagement konkret?

Stockmann: Da hängt natürlich sehr vom Leistungsumfang und dem Anlagevolu-

men ab. In der Schweiz kostet das Management eines kleineren Liegenschaftbestands eines institutionellen Anlegers jährlich rund 0.15% des Immobilienwertes. Bei ganz grossen Volumina sinken die Kosten auf rund 0.1%.

Eine letzte Frage noch: Was sind die wichtigsten Werttreiber?

Loepfe: Aufgrund der hohen Transaktionskosten bedeutet bei Immobilien aktives Portfoliomanagement nicht aktives «Trading». Im Gegenteil: Ein Aktivismus im Transaktionsbereich wirkt sich bei Core-Portfolios tendenziell negativ auf die Performance aus. Auch hohe Development-Aktivitäten sind kritisch zu würdigen, da heute aufgrund des Anlagenotstands Entwicklungsrisiken praktisch durchwegs nicht adäquat eingepreist werden.

Stockmann: Aktives Immobilien-Portfoliomanagement bedeutet im Wesentlichen aktives Bestandsmanagement. Dies ist für Investoren, die sonst vornehmlich mit ko-

tierten Anlagen zu tun haben, oft erst mit der Zeit zu verstehen. Immobilien können zwar als «Selbstläufer» betrachtet werden, dürften dann aber kaum eine gute Performance aufweisen. Eine unlängst in Deutschland durchgeführte Untersuchung zeigt, dass rund ein Drittel der privaten Anleger mit ihren Immobilien keine oder gar negative Renditen erwirtschaften.

Loepfe: Wir verstehen Liegenschaften als «kleine Unternehmen», die im Wettbewerb zu anderen «kleinen Unternehmen» stehen. Immobilien können dabei gedanklich in ein nicht alterndes Grundstück – also die Lage – und ein Mauerwerk mit begrenzter Lebensdauer aufgeteilt werden. Die unternehmerische Kunst liegt darin, das alternde Mauerwerk den sich ändernden Lagequalitäten und Marktbedürfnissen in sinnvollen Schritten anzupassen und die Liegenschaft so ihrem «Highest & Best Use» zuzuführen. Dies ist eine Daueraufgabe; INREIM ist deshalb funktional betrachtet Manager und nicht Berater.