

## Unterschiede zwischen kotierten und nicht kotierten Immobilienanlagen

# Mehr als Volatilität versus Illiquidität?

Die im KGAST-Index ausgewiesene durchschnittliche Performance aller Schweizer Immobilien-Anlagestiftungen weist bei einer Rendite von rund 4.5 Prozent eine sehr tiefe Volatilität aus. Der Index ist allerdings – wundert's – praktisch illiquid. Kotierte Immobilieninvestments zeigen eine wesentlich höhere Volatilität, sind aber investierbar. Ist dies tatsächlich der wichtigste Unterschied?

Da die Performance von «verpackten» Immobilien langfristig nicht höher sein kann als der Ertrag der «underlying assets», also der effektiv vorhandenen Objekte, stellt sich zunächst die Frage, wie erfolgreich das eigentliche Immobilienmanagement betrieben wird. Die Firma Inreim liess von Investment Property Databank (IPD) eine entsprechende Analyse durchführen (vgl. Tabelle Seite 35). Die Tabelle zeigt im ersten Abschnitt, wie viel Rendite effektiv mit den Bestandesliegenschaften erwirtschaftet wurde. Im zweiten Abschnitt werden die Kosten in Abzug gebracht. In den folgenden beiden Abschnitten wird der Einfluss der Leverage quantifiziert und (bei kotierten Anlagevehikeln) Über- beziehungsweise Unterbewertung an der Börse angerechnet.

Erstaunlich sind vor allem die Unterschiede der Performance auf Ebene Bestandesliegenschaften. Während die Anlagestiftungen durchschnittlich 4.1 Prozent erwirtschafteten, lagen die Fonds bei 4.9 und die Aktiengesellschaften (AG) bei stattlichen 7.3 Prozent. Bei den AG dürfte dabei die im betrachteten Zeitraum hohe Performance von Einzelhandelsimmobilien (8 Prozent) mitgewirkt haben. Ansonsten sind die Performance-Unterschiede kaum auf eine unterschiedliche Sektorallokation

zurückzuführen. So schnitten etwa Büroliegenschaften (6 Prozent) in dieser Zeit nur leicht besser als Wohnliegenschaften (5.8 Prozent) ab.

Trotz Anlagenotstand hatten die Transaktionen bei allen Anlageformen einen leicht positiven Effekt auf die Performance. Aus unserer Sicht ebenfalls erstaunlich ist der für alle indirekten Anlagen etwa gleich hohe Effekt der Immobilien-Projektentwicklungen (in der Tabelle «Developments»).

### Managementkosten, Steuern und Leverage

Managementkosten, Steuern und Leverage sind die wesentlichen Faktoren, die neben der eigentlichen Immobilienperformance das Eigenkapital der Anlagegefässe, den Net Asset Value (NAV), beeinflussen.

Bei den Steuern ist primär zwischen der Besteuerung des Anlagegefässes und der Bildung von Rückstellungen für latente Grundstückgewinnsteuern zu unterscheiden. Sowohl AG als auch Fonds werden auf der Gefässebene – selbstverständlich je nach Kanton unterschiedlich – be-

steuert. Aus der Sicht natürlicher Personen ist zudem zu beachten, dass die Dividende der AG im Gegensatz zu Ausschüttungen aus Fonds mit direktem Immobilienbesitz im Privatvermögen nochmals besteuert wird (Doppelbesteuerung). Direkt gehaltene Liegenschaften von Pensionskassen sowie Anlagestiftungen besitzen ein Steuerprivileg. Von den effektiven Grundstückgewinnsteuern sind alle Anlageformen in den meisten Fällen gleich betroffen. Die Bildung von Rückstellungen für die zukünftige Zahlung der latenten Grundstückgewinnsteuer wird allerdings sehr unterschiedlich gehandhabt.

### In Kürze

- > Die Performance von kotierten und nicht kotierten Immobilienanlagen nähert sich langfristig an
- > Wesentliche Teile der positiven Eigenschaften von nicht kotierten Immobilienanlagen sind der Art des Handels zuzuschreiben
- > Das Immobilienmanagement spielt für die Performance eine wesentliche Rolle, unabhängig von der Anlageform

AG und Fonds haben höhere Managementkosten als Anlagestiftungen. Dies hat sicher auch mit dem ursprünglichen Charakter der Anlagestiftungen als Selbsthilfegefässe der Pensionskassen zu tun. Hinzu kommt, dass die Kotierung Mehrkosten verursacht. Höhere Managementkosten könnten an sich auch durch höhere Erträge gerechtfertigt sein. In der Tat scheint das sehr gute Abschneiden der AG und Fonds

### Autor

**Andreas Loepfe**  
Geschäftsführer  
INREIM AG



**Tabelle: Performance-Attribution: Immobilien-Anlagestiftungen (AST), Anlagfonds (Fonds), Aktiengesellschaften (AG) und Direktanlagen der Schweiz im Vergleich (2006 bis 2008, annualisiert)**

	AST	Fonds	AG	Direkt
Performance-Impact Bestandesliegenschaften (1)	4.1%	4.9%	7.3%	4.9%
+ Impact Transaktionen (1)	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%
+ Impact Developments (1)	0.7%	0.8%	0.7%	0.3%
+ Impact Residual (1)	0.1%	0.2%	0.4%	0.1%
<b>Performance Immobilienportfolio (1)</b>	<b>5.1%</b>	<b>6.2%</b>	<b>8.7%</b>	<b>5.7%</b>
+ Impact Managementkosten (2)	-0.4%	-0.6%	-0.7%	-0.2%
+ Impact Rückst. latente GGSt (3)	-0.2%	-0.3%	-0.6%	-0.3%
+ Impact Besteuerung Gefäss (4)		-0.5%	-1.2%	
<b>Wachstum NAV ohne Leverage-Effekt</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.8%</b>	<b>6.2%</b>	<b>5.2%</b>
+ Impact Leverage (4)	0.4%	0.6%	1.5%	
<b>Wachstum NAV (5)</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.4%</b>	<b>7.7%</b>	<b>5.2%</b>
+ Impact Veränderung Agio (6)		-5.3%	-8.2%	
<b>Performance kotierte Anlagen (7)</b>		<b>0.1%</b>	<b>-0.5%</b>	

(1) IPD-Spezialanalyse für INREIM: Die detaillierte Analyse kann bei INREIM angefragt werden.

(2) TER minus Bewirtschaftungskosten plus dem Gefäss belastete Kosten für Transaktionsmanagement und Bautreuhand, Quellen: Schroders, Rüd Blass.

(3) Schätzungen INREIM: Annahmen Steuersätze: AST: 20%, Fonds: 25%, AG: 15%, Direkt: 20%. Wertänderungsrendite gem. IPD-Spezialanalyse: AST: 0.9%, Fonds: 1.4%, AG: 3.9%, Direkt: 1.3%.

(4) Schätzungen INREIM, Quellen: Maerki Baumann, Rüd Blass, eigene Erhebungen.

(5) Das NAV-Wachstum der AST entspricht dem KGAST-Index. Bei der Berechnung des NAV von Direktanlagen sind wir von Institutionellen ausgegangen, die üblicherweise keine Leverage aufweisen.

(6) Berechnungen INREIM: Quellen: EPRA, Rüd Blass, Maerki Baumann.

(7) Rüd-Blass-Immobilienfonds-Index; EPRA/NAREIT Switzerland (ex Züblin).

für diese Hypothese zu sprechen. Letztlich besteht aber keinerlei zwingende Mechanik zwischen hohen Managementkosten und guter Performance. So kommt etwa eine Analyse der Bank Rüd Blass zum Schluss, dass die prozentualen Abgaben an die Fondsleitung mit steigender Fondsgrösse zunehmen, während die Performance gemäss eigenen Analysen mit steigendem Anlagevolumen sinkt. Kritisch sind im Besonderen hohe Vertriebskosten zu werten.

Die Immobilien-Anlagestiftungen haben mit etwas über 10 Prozent einen ähnlichen Fremdfinanzierungsgrad wie die Fonds (zirka 15 Prozent). Die AG sind im Durchschnitt leicht über 50 Prozent verschuldet. Für die Performancwirkung als auch die Einschätzung der Risiken sind aber die effektiven Finanzierungskosten und -laufzeiten mit zu berücksichtigen.

Vergleicht man das Wachstum des NAV ohne Berücksichtigung der Leverage für die Jahre 2006 bis 2008, ergibt sich gemäss unseren Schätzungen folgendes Bild: Die AG liegen vor den Direktanlagen,

Fonds und Anlagestiftungen. Im Vergleich nach Leverage verbessern sich die Resultate der indirekten Anlagen. Selbstverständlich erhöhen sich aber auch deren Risiken im selben Ausmass.

### Performance der Anlagegefässe

Nachdem längere Zeit die Meinung herrschte, dass sich Immobilienaktien eher wie Aktien und nicht wie Immobilien verhalten, zeigen neuere Studien deutlich, dass sich die Performance von kotierten und nicht kotierten Anlagen langfristig annähern. Hinzu kam eine zunehmende Kritik an den zur Analyse von Direktanlagen üblicherweise verwendeten bewertungs-basierten Zeitreihen. Diese weisen Glättungs-effekte und eine deutliche Autokorrelation<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Autokorrelation bedeutet, dass Daten einer Zeitreihe «mit sich selbst» korreliert sind; das heisst, ein Markt hat die Tendenz, eine eingeschlagene Richtung nach unten oder oben beizubehalten. Bei effizienten Märkten, die alle Erwartungen im aktuellen Preis reflektieren, dürfte dies nicht der Fall sein.

aus. Mit verschiedenen statistischen Verfahren wird deshalb versucht, diese Zeitreihen zu entglätten. Mittlerweile haben aber auch diese Verfahren wieder etwas an Popularität eingebüsst, weil man erkennen musste, dass auch transaktionsbasierte Indexreihen eine, wenn auch geringere Autokorrelation aufweisen und das Mass der Entglättung nur sehr unscharf definiert werden kann.<sup>2</sup>

Da Illiquidität zu niedriger Volatilität und diese wiederum zu niedrigeren Korrelationen tendiert, lässt sich nüchtern feststellen, dass wesentliche Teile der positiven Eigenschaften von nicht kotierten Immobilienanlagen wohl weniger ihren Immobilieneigenschaften als der Art des Handels (nicht kotiert) zuzuschreiben sind. So zeigen zum Beispiel auch wenig liquide Hedge Funds eine auffällig tiefe Volatilität und tiefe Korrelation zu Aktien und Obligationen. Weil nun Illiquidität als Risiko im Gegensatz zur Volatilität zumindest in der Immobilienwelt nur unscharf messbar ist, kam es weltweit zu einer markanten Zunahme von nicht kotierten Anlagen. Man mag einwenden, dass gerade die jüngsten Verwerfungen der Kapitalmärkte eine Distanz zu den extrem liquiden Märkten sinnvoll erscheinen lassen. Dies kann aber nur dann gut gehen, wenn die in illiquiden Assets gebundenen Vermögen tatsächlich auch im Stressfall nicht gebraucht werden. Unseres Erachtens führt deshalb kein Weg daran vorbei, das Asset-Liability-Management um die Analyse und Modellierung der Illiquiditätsfähigkeit zu ergänzen. Lebensversicherer und junge Pensionskassen mit sehr langfristigen Verpflichtungsstrukturen können dann als Best Owner dieser Illiquiditätsrisiken vom Illiquiditäts-Premium in Form einer niedrigen Volatilität in einer kalkulierbaren Art und Weise profitieren.

Bewertungstechnisch zeigt sich der Unterschied zwischen kotierten und nicht kotierten Anlagen im Agio oder Aufpreis, das heisst der Differenz zwischen der Börsenkapitalisierung einer Anlage und dem NAV. Ein hohes Agio bedeutet, vereinfacht ausgedrückt, dass der Markt eine Anlage

<sup>2</sup> Die Zeitreihen werden, etwas vereinfacht gesagt, so lange «dynamisiert», bis eine im Vorfeld definierte Volatilität erreicht ist. Die empirisch richtige Volatilität bzw. das empirisch richtige Risiko geht daraus auch nicht klar hervor.

höher bewertet als die Immobilienbewerter. Performancerelevant ist an sich nicht das Agio selbst, sondern dessen Veränderung, die für langfristige Vergleiche und strategische Allokationsentscheidungen in einer ersten Näherung mit null angenommen werden kann. Nur unerwartete Strukturänderungen würden das Agio-Level nachhaltig ändern. Ein negatives Agio muss auch nicht zwangsläufig ein Kaufsignal sein. Abgesehen davon, dass sich auch die Immobilienbewerter irren können, ist es durchaus möglich, dass gewisse Anlagegefässe aufgrund hoher Steuern und Kosten nachhaltig kein positives Agio erwarten lassen.

In den Jahren 2006 bis 2008 ist das Agio der Schweizer Immobilienfonds von rund +24 auf +5.7 Prozent und das der

Immobilien-AG von +10 auf –13 Prozent gesunken. Somit erreichen die Fonds in der von uns betrachteten Zeit eine durchschnittliche jährliche Performance von +0.1 und die AG eine von –0.5 Prozent, gemessen an ihrem Erfolg an der Börse (vgl. Tabelle).

### Fazit

Die Performance-Effekte von Transaktionen und Projektentwicklungen werden im Anlagenvergleich häufig überschätzt. Dagegen wird der Einfluss der Performance der Bestandesliegenschaften eher unterschätzt. Ob eine gute Immobilienperformance auch höhere Managementkosten und Steuern rechtfertigt, kann nur im Einzelfall rückblickend beantwortet werden.

Ein Vergleich der Resultate der besten und schlechtesten Produkte in jeder Anlageform macht deutlich, dass die Unterschiede innerhalb der Anlagegruppe wesentlich grösser sind als die Unterschiede zwischen den Anlageformen. Letztlich ist entscheidend, was in der Verpackung drin ist; und das sind nicht nur Backsteine und oft mystifizierte gute Beziehungen, die ganz besonders vorteilhafte Deals ermöglichen sollen. Entscheidend ist das Management der Immobilien. Es gilt, mit unternehmerischer Kompetenz durch motivierte Mitarbeiter den Cashflow der Bestandesliegenschaften zu mehren: Tag für Tag, Monat für Monat, Jahr für Jahr. ■