



Zeitschrift für immobilienwirtschaftliche Forschung und Praxis (ZfiFP).

Ausgabe 29 vom 02.10.2015
ISSN 1864-3655 (Printausgabe)



Impressum Zeitschrift für immobilienwirtschaftliche Forschung und Praxis (ZfiFP):

Herausbergremium: Prof. Dr. Hanspeter Gondring, FRICS - Studiendekan Studienzentrum Finanzwirtschaft, Duale Hochschule Baden-Württemberg Stuttgart (DHBW) / Wissenschaftlicher Leiter, ADI Akademie der Immobilienwirtschaft); Prof. Dr. Jenny Arens - Professorin am Studienzentrum Finanzwirtschaft, Duale Hochschule Baden-Württemberg Stuttgart (DHBW) / stellv. wissenschaftliche Leiterin, ADI Akademie der Immobilienwirtschaft; Prof. Dr. Karl-Georg Loritz - Universität Bayreuth; Werner Rohmert - Hrsg. Der Immobilienbrief / Immobilienspezialist von "Der Platow Brief".

Chefredaktion: Marion Götza (V.i.S.d.P.)

Wissenschaftliche Leitung: Prof. Dr. Hanspeter Gondring, FRICS, (DHBW/ADI); Prof. Dr. Jenny Arens (DHBW)

Verlag: Research Medien AG, Rietberger Str. 18, 33378 Rheda-Wiedenbrück, T.: 05242 - 901-250, E: info@rohmert.de, www.rohmert-medien.de

Vorstand: Werner Rohmert, **Aufsichtsrat:** Prof. Dr. Karl-Georg Loritz (Vorsitz).

HRB 6598 Amtsgericht Gütersloh, USt-Idnr DE 229501781

Namensbeiträge geben die Meinung des Autors und nicht unbedingt der Redaktion wieder. Das Copyright der Fachbeiträge liegt bei den Verfassern oder den genannten Institutionen und Unternehmen.

Real Estate Investment und Asset Management institutioneller Investoren in der Schweiz, Deutschland und Österreich – ein theoretischer und empirischer Vergleich

von

Prof. Dr. Michael Trübstein

Prolog

Weltweit gehören institutionelle Investoren – mithin Pensionskassen und Lebensversicherungsunternehmen – zu bedeutenden Teilnehmern auf den Immobilienmärkten und allokierten hohe Kapitalvolumina in direkte und indirekte Immobilienanlagen. Gleichwohl wird die Anlagepolitik der institutionellen Investoren in den jeweiligen Ländern durch die Struktur der Vorsorgesysteme, rechtliche Rahmenbedingungen bei der Portfolioallokation und historische Präferenzen beeinflusst und variiert naturgemäß. Hier setzt der vorliegende Beitrag an und beleuchtet zentrale Elemente der Immobilienanlagepolitik institutioneller Investoren in der Schweiz und vergleicht diese mit dem Anlageverhalten institutioneller Investoren in Deutschland und Österreich. Dafür wird gezielt auf Erkenntnisse einer aktuellen internationalen Studie der Hochschule Luzern mit Unterstützung des Schweizerischen Pensionskassenverbandes ASIP in den drei Ländern zurückgegriffen.

Einleitung

Das Vorsorgesystem in der Schweiz

Das Vorsorgesystem in der Schweiz basiert auf drei „Säulen“ und unterscheidet sich strukturell von den Alterssicherungssystemen in Deutschland und Österreich: Die „1. Säule: Staatliche Vorsorge“ als obligatorisches System für die Existenzsicherung (im Umlageverfahren), die „2. Säule: Berufliche Vorsorge“ als obligatorisches System für die Sicherung des bisherigen Lebensstandards (im Kapitaldeckungsverfahren) und die „3. Säule: Private Vorsorge“ als freiwilliges System für die Sicherung individueller Bedürfnisse (im Kapitaldeckungsverfahren). Als Konsequenz aus dem verpflichtenden Charakter der beruflichen Vorsorge mittels Pensionskassen im Rahmen der 2. Säule erwächst die große Bedeutung dieser Investorengruppe in der Schweiz. Ein direkter Bezug zwischen Arbeitgeber und (unternehmensindividueller) Pensionskasse resultiert in einer hohen Anzahl von über 2.000 Altersvorsorgeeinrichtungen in der Schweiz und spiegelt sich auch in der Struktur der Institutionen wider: Knapp die Hälfte aller Vorsorgeeinrichtungen sind mittelgroße Pensionskassen mit 100 bis 1.000 Versicherten, drei Viertel aller Pensionskassen weisen eine Bilanzsumme zwischen 3 Mio. und 300 Mio. CHF auf. Im Vergleich zu den wenigen, großen und kapitalstarken Lebensversicherungsunternehmen oder Versorgungswerken in Deutschland oder Österreich wirken diese Daten zunächst „überraschend“.

Als Ergebnis von Effizienzsteigerungen überführten (bzw. überführen) viele kleine Pensionskassen ihre Geschäftstätigkeiten in Sammel- oder Gemeinschaftseinrichtungen, die – jeweils für mehrere Arbeitgeber – die Personalvorsorge übernehmen und zu einer rückläufigen Anzahl an Pensionskasseneinrichtungen führte: 2004 gab es in der Schweiz 2.935 Pensionskassen und in 2012 „nur“ noch 2.073, während im gleichen Zeitraum die Zahl der aktiv Versicherten um 2,3 Prozent zunahm. ⁱ⁾

Schweizer Pensionskassen als Immobilieninvestoren

Die Kapitalallokation der Pensionskassen in der Schweiz ist in Art. 53 bzw. Art. 55 BVV II festgeschrieben und ermöglicht den Investoren eine Wahl aus unterschiedlichen Asset-Klassen – ähnlich § 54 VAG in Deutschland: Bezogen auf das Gesamtvermögen dürfen bspw. max. 30 Prozent in Immobilien und davon maximal ein Drittel im Ausland investiert werden. Derzeit sind im Durchschnitt über 16 Prozent der Portfolien der Pensionskassen in Immobilienanlagen allokiert, was 110 Milliarden CHF im Inland, aber „nur“ 10 Milliarden CHF im Ausland entspricht. ⁱⁱ⁾ Damit unterscheiden sich diese Anlagestrukturen deutlich von jenen vergleichbarer Institutionen im Ausland, bspw. in den USA mit 7 %, in UK mit 5 %, bei deutschen Versorgungswerken mit 8 bis 9 % oder in den Niederlanden mit 8 bis 9 % Investitionsanteilen in Immobilien. ⁱⁱⁱ⁾

Seit einiger Zeit kommt es auf dem Schweizer Immobilienmarkt zu sinkenden Immobilienrenditen ^{iv)} und einer Angleichung erzielbarer Renditen. ^{v)} Zwar sind die Renditen im historischen Vergleich sehr niedrig, allerdings, relativ zu Benchmark-Anleihen, weiterhin sehr hoch. Damit einhergehend profitiert der Immobilienmarkt – insbesondere die Top-Lagen –

u.a. von einem soliden Wirtschaftswachstum in der Schweiz, geringer Arbeitslosigkeit, positiven Migrationssalden/ Bevölkerungswachstum oder auch restriktiven Bauvorschriften. Die starken und kontinuierlichen Wertsteigerungen der letzten Jahre sind für zukünftige Investitionen jedoch zu hinterfragen, u.a. bedingt durch die Aufhebung des Mindestwechsellurses am 15. Januar 2015 oder der „Volksinitiative gegen Masseneinwanderung“.

Folglich bedarf es einer Untersuchung zum Management von direkten und indirekten Immobilienanlagen bei Schweizer Investoren und der Entscheidungsstrukturen innerhalb dieser Anlageklasse. Ferner ist zu analysieren, wie die Situation für Immobilieninvestitionen im Ausland durch die Pensionskassen eingeschätzt wird und welche Motive für und gegen Investitionen im Ausland anzuführen sind. Wie Theorie und Praxis aufzeigen konnten, werden Investitionen in neue/ ausländische Märkte primär über indirekte Anlagevehikel strukturiert. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, welche Motive für indirekte Immobilienvehikel im Inland und Ausland sprechen und wie ein indirektes Anlagevehikel – im Idealfall – strukturiert sein sollte.

Hier setzt eine empirische Erhebung der Hochschule Luzern mit Unterstützung des Schweizerischen Pensionskassenverbandes ASIP an, die das derzeitige und zukünftige immobilienbezogene Anlageverhalten bei direkten und indirekten Immobilienanlagen sowie das immobilienbezogene Asset Management institutioneller Investoren in der Schweiz, Deutschland und Österreich erstmals analysiert. Gegenstand der Betrachtungen waren dabei eine detaillierte wissenschaftliche Auswertung von Antwortmuster von 152 Institutionen mit einem Kapitalanlagevolumen i.H.v. 950 Mrd. CHF und einem Immobilienanlagevermögen i.H.v. 80 Mrd. CHF, davon 126 Schweizer Institutionen mit einem Kapitalanlagevolumen i.H.v. 440 Mrd. CHF und einem Immobilienanlagevolumen i.H.v. 56 Mrd. CHF. Nachfolgend werden einige ausgewählte Erkenntnisse im Bereich der direkten und indirekten Immobilienanlage dargestellt. ^{vi)}

Ergebnisse der empirischen Erhebung zu direkten Immobilienanlagen

Organisationsstruktur des Real Estate Asset Managements

Das Real Estate Asset Management umfasst die strategischen und operativen Funktionen aus den Bereichen Strategieentwicklung, Transaktionsmanagement, Steuerung des Bestands sowie Reporting und Controlling. Diese Real-Estate-Asset-Management-Leistungen erbringen institutionelle Investoren intern, vergeben diese Leistungen extern oder es erfolgt eine Leistungserbringung in Kombination mit internen und externen Spezialisten (vgl. Abbildung 1). Hierbei ist feststellbar, dass – im Vergleich zu den Schweizer Investoren – die interne Organisation bei deutschen und österreichischen Investoren bedeutender ist, gleichzeitig die Organisationsstrukturen einzelner Tätigkeiten aber auch stärker variieren. Bei den untersuchten deutschen und österreichischen Investoren werden zentrale strategische und damit verbundene Bereiche (Strategie, Transaktion und Reporting) tendenziell intern abgedeckt. Diese „interne Sichtweise“ ist ggf. durch die höheren Kapital- und Immobilienanlagevolumina begründet und den damit verbundenen vorhandenen Ressourcen innerhalb der Institutionen. Andernfalls verfügen Schweizer Investoren ggf. über mehr Kenntnis und Vertrauen in externe Dienstleister und befürworten eine Fremdvergabe stärker.

Organisationsstrukturen im Real Estate Asset Management

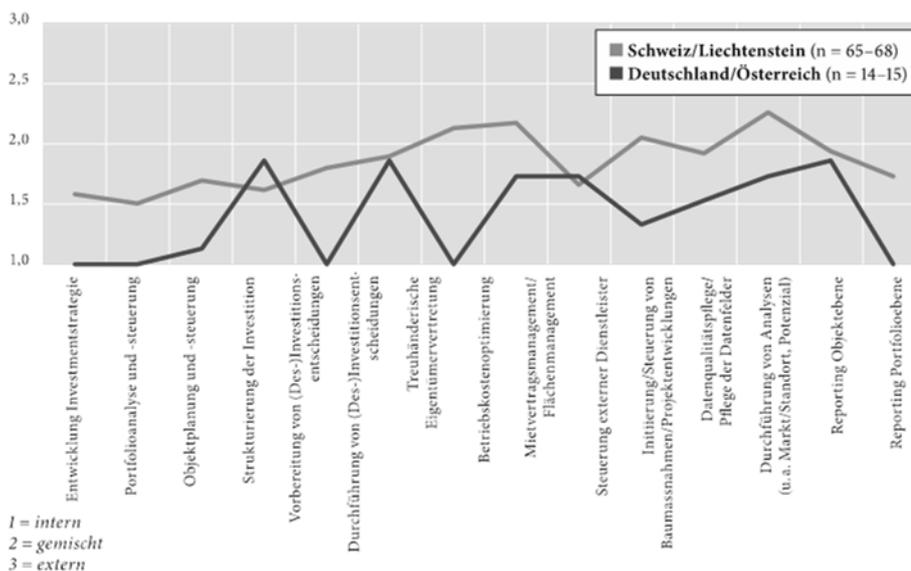


Abbildung 1: Organisationsstruktur im Real Estate Asset Management

Im Durchschnitt sind Schweizer Investoren bei den in Abbildung 1 dargestellten Variablen – bis auf die Ausnahme „Durchführung von Analysen (u.a. Markt/Standort, Potenzial)“ – zu über 50% mit der internen Leistungserbringung zufrieden, vor allem bei den Funktionen, die zum großen Teil intern erbracht werden, wie bspw. strategische Bereiche (Strategie und Reporting) oder die „Steuerung externer Dienstleister“. Eine verstärkte Fremdvergabe ist hingegen für einige spezialisierte Teilbereiche im Real Estate Asset Management zu erwarten, bspw. in den Bereichen „Mietvertragsmanagement/Flächenmanagement“, „Initiierung/Steuerung von Baumaßnahmen/Projektentwicklungen“ oder „Durchführung von Analysen (u.a. Markt/Standort, Potenzial)“. Hier wird eine Auslagerung bei mind. 30% der Institutionen geprüft und geplant, folglich ist zu untersuchen, welche Kriterien für die Auswahl eines externen Real Estate Asset Managers von Bedeutung sind.

Kriterien für die Auswahl eines externen Real Estate Asset Managers

Für Schweizer Investoren sind die Kriterien „Erfahrung des Real Estate Asset Managers/Track Record“ und „Image/ Reputation des Managers“ die entscheidenden Kriterien für die Auswahl eines externen Real Estate Asset Managers (vgl. Abbildung 2). Im Gegensatz zu den Annahmen im Zusammenhang mit der „Prinzipal-Agenten-Theorie“ haben vertragliche Bestandteile wie bspw. „Vertragslaufzeit“, „Implementierung der Vertragsbestandteile in einzelne Mitarbeiterverträge“ oder „Eigenkapitalbeteiligung des Real Estate Asset Managers am Bestand“ eine untergeordnete Bedeutung bei der Auswahl des Asset Managers. Die einzige Ausnahme hiervon stellen die „Corporate-Governance-Struktur/rechtliche Strukturen des Real Estate Asset Management“ dar, die als wichtig erachtet werden und bei den Investoren gegebenenfalls als Voraussetzungen für Partnerschaften dienen. Die „Kosten des Real Estate Asset Management“ werden als wichtiges Kriterium, aber nicht als sehr wichtiges und entscheidendes Kriterium gewertet.

Investoren aus Deutschland und Österreich erachten drei Bereiche als wichtig: die Erfahrung des Managements, die Struktur des Managements und die Kosten des Managements. Von besonderer Bedeutung ist zunächst die Erfahrung des Managements, vergleichbar mit den Bewertungen der Institutionen in der Schweiz. Dies liegt darin begründet, dass deutsche und österreichische Investoren ebenfalls in hohem Maße auf bestehende und qualitativ hochwertige Leistungen vertrauen – auch im Hinblick auf die Sicherstellung der Qualität des eigenen Immobilienbestands.

Als weiterführendes Ergebnis kann zudem festgehalten werden, dass im Bereich des externen Real Estate Asset Management hohe Markteintrittsbarrieren für neue Marktanbieter bestehen, da Investoren bei ihrer Auswahl besonderen Wert auf erfahrene und renommierte Asset Manager legen. Dieser Umstand könnte zukünftig zu größeren und/oder spezialisierten Real-Estate-Asset-Management-Einheiten führen, die eben diese Attribute aufweisen.

Auswahl eines Managers bei direkten Immobilienanlagen

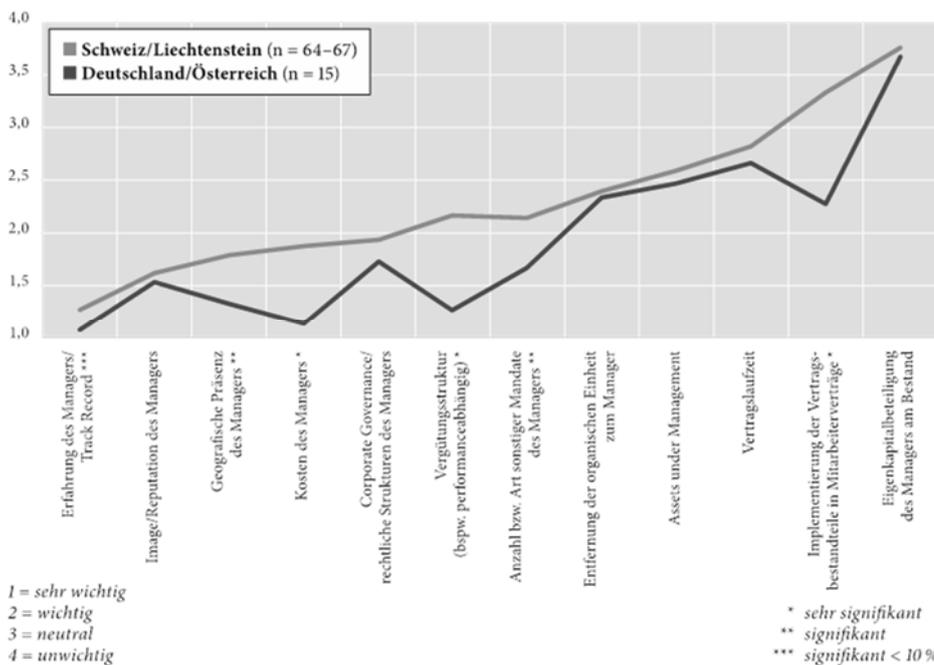


Abbildung 2: Auswahl eines Managers bei direkten Immobilienanlagen

Eine wesentliche Möglichkeit, unternehmensinterne Abläufe organisatorisch zu optimieren und ggf. anzupassen, besteht in der zielführenden Nutzung einer IT-Infrastruktur für das Management direkter Immobilienanlagen.

Softwarenutzung beim Management direkter Immobilienanlagen

Für institutionelle Investoren in der Schweiz scheint die Nutzung einer Real-Estate-Asset-Management-Software keine herausragende Bedeutung einzunehmen: In Hinblick auf eine mögliche Nutzung von zwölf Aufgaben einer Real-Estate-Asset-Management-Software stimmten dieser im Durchschnitt „nur“ 45% der befragten Investoren zu (vgl. Abbildung 3). Die Variablen umfassen sowohl „tägliche“ Aufgaben wie bspw. „Warnfunktion für Verträge (u. a. Restlaufzeiten, Indexierung)“ mit einer Nutzung von 33% als auch strategische Aufgaben wie bspw. „Vergleichen/Benchmarking von neu zu erwerbenden Objekten“, „Durchführen von Szenarioanalysen/Prognosen“ oder „Reporting für (neue) regulatorische Vorschriften“ jeweils mit Nutzungen zwischen 24 bis 33 %. Möglicherweise sind dieser Gruppe passende Produktangebote nicht bekannt oder diese sind nicht auf die expliziten Bedürfnisse von Schweizer Pensionskassen abgestimmt. Folglich besteht ein klarer Bedarf an neuen Softwareprodukten mit abwendungsoptimierten Funktionen. Institutionelle Investoren in Deutschland und Österreich weisen hingegen eine bedeutend höhere Affinität zu einer Softwarenutzung auf – insbesondere in strategischen Bereichen, jedoch besteht auch hier noch Potential für eine weiterführende Nutzung.

Nutzung einer Real-Estate-Asset-Management-Software

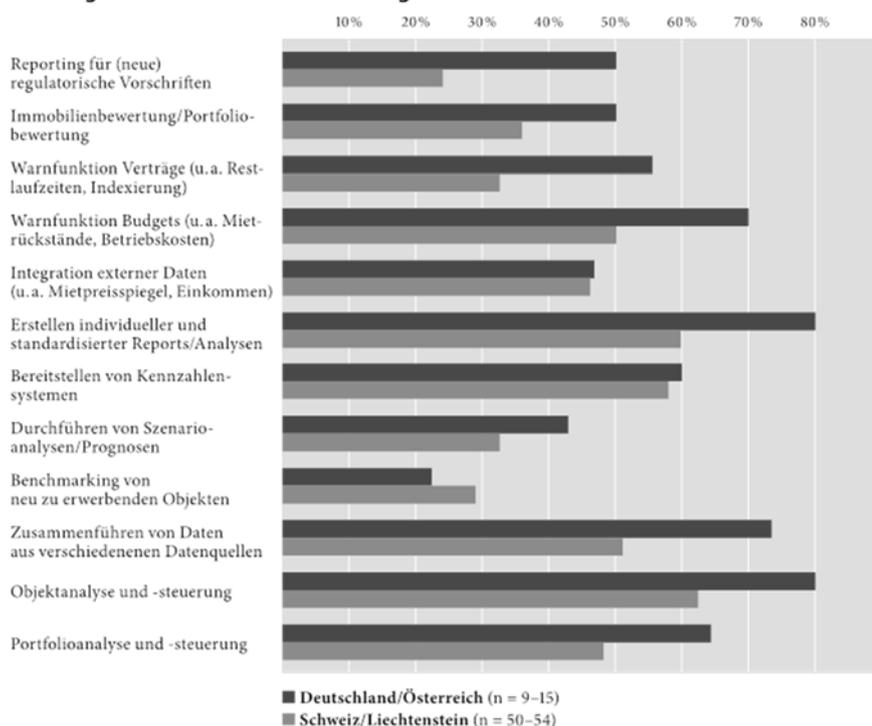


Abbildung 3: Nutzung einer Real-Estate-Asset-Management-Software

Ergebnisse der empirischen Erhebung zu indirekten Immobilienanlagen

Gründe gegen Auslandsinvestitionen und Markteinschätzung

Das dominierende Kriterium aus Sicht der Investoren in der Schweiz, das gegen Investitionen im Ausland spricht, ist die Intransparenz des Markts bzw. die fehlende Marktkenntnis, gefolgt von externen Risiken u.a. „Währungsrisiken“ und „politische/rechtliche Restriktionen“. Die Verfügbarkeit von Kapital wird dagegen nicht als primärer Hinderungsgrund eingestuft. Im Gegensatz zu Schweizer Investoren sind bei deutschen und österreichischen Investoren die Motive „Attraktivität Inland“ sowie weiterhin ein mangelndes Investitionsvolumen, u. a. auch aufgrund der Größe der Investoren und des Markts, von geringerer Bedeutung.

Die Institutionen wurden weiterhin aufgefordert, das vorhandene immobilien-spezifische Produktangebot bei indirekten Anlagevehikeln in der Schweiz und im Ausland in Bezug auf derzeitige Investitionsbedürfnisse zu bewerten (vgl. Abbildung 4 und Abbildung 5). Dabei konnte festgestellt werden, dass der Markt in der Schweiz über alle Variablen hinweg deutlich „besser“ beurteilt wurde bzw. die Aussagen als zutreffender empfunden wurden. Hierunter fallen transparentere Produkthanbieter, ein passenderes Produktangebot oder auch geeignetere Strukturierungsmöglichkeiten. In Hinblick auf das Ausland kann bei den institutionellen Investoren im Bereich der Produkte ein Informationsdefizit angenommen werden, das gegebenenfalls ein bedeutendes Investitionshindernis darstellt. Überdies werden Fonds als attraktiver für Immobilieninvestitionen eingestuft als kotierte Immobiliengesellschaften. Abschließend kann konstatiert werden, dass den

Investoren die Strukturierungsmöglichkeiten zwar bekannt sind, sie aber trotzdem nicht in die entsprechenden Vehikel investieren. Diesbezüglich obliegt es den Produktinitiatoren, die Transparenz der Produkte weiter zu steigern.

Deutsche und österreichische Investoren bewerten das Produktangebot auf dem Heimatmarkt als „neutral“ und evaluieren das Produktangebot im Ausland als „besser“, im Gegensatz zu Investoren in der Schweiz. Die Bewertung des Produktangebots auf dem Heimatmarkt ist damit eine Aufforderung an Produkthanbieter, passendere und neue Produkte zu generieren. Damit einhergehend ist auch die Aussage zu sehen, dass „die Strukturierungsmöglichkeiten den Anforderungen entsprechen“ und „die Anbieter in ausreichendem Maß auf Investitionsbedürfnisse eingehen“.

Bewertung des Produktangebots bei indirekten Immobilienanlagen im Inland

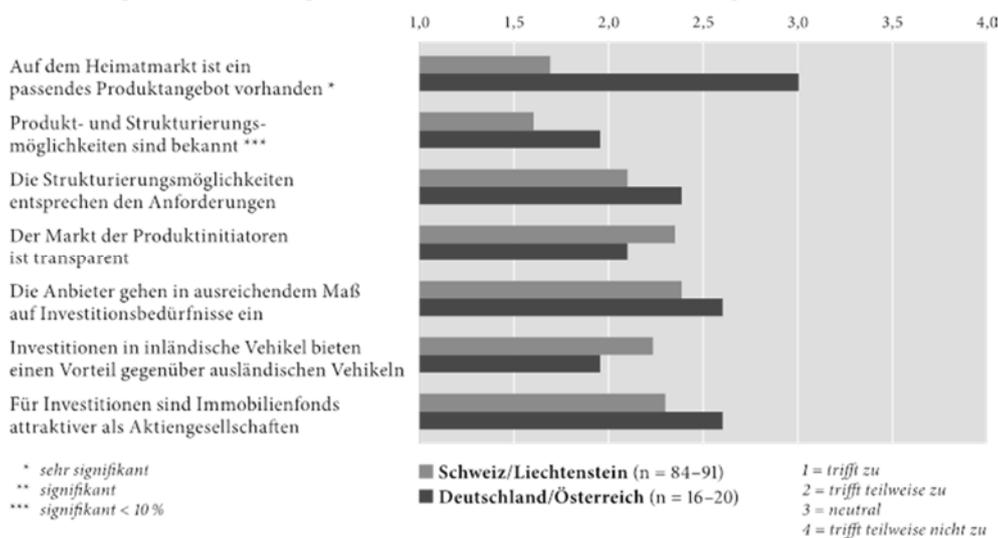


Abbildung 4: Bewertung des immobilienpezifischen Angebots im Inland

Bewertung des Produktangebots bei indirekten Immobilienanlagen im Ausland

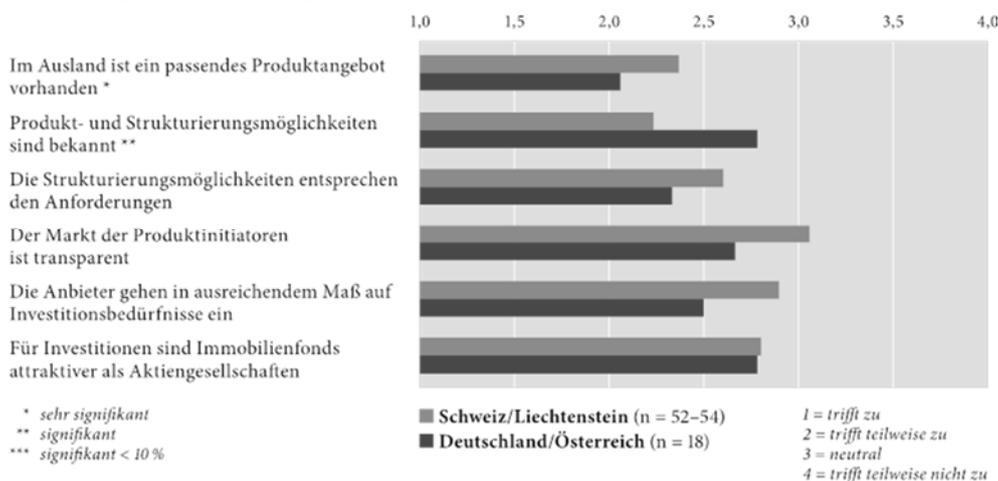


Abbildung 5: Bewertung des immobilienpezifischen Angebots im Ausland

Motive für indirekte Investitionen im Inland und Ausland

Aus Sicht institutioneller Investoren in der Schweiz stellt das zentrale Motiv für indirekte Immobilieninvestitionen in der Schweiz und im Ausland eine Diversifikation des Portfolios dar (vgl. Abbildung 6 und Abbildung 7). Allerdings ist anzumerken, dass dieser Beweggrund nur teilweise in der derzeitigen Anlagepolitik berücksichtigt wird und die Schweiz geografisch und in Höhe des investierten Kapitals klar dominiert. Dieses ist ferner aus portfoliotheoretischer Sicht als suboptimal zu werten und eine weitere (internationale) Diversifikation klar zu befürworten. Motive, die im Bereich der Renditesteigerung anzusiedeln sind, u.a. mit den Variablen „Rendite-Risiko-Struktur“, „Einsparung von internen Ressourcen“ oder „bilanzielle Gründe/Zurechnung des Anlageerfolgs“, oder im Bereich einer optimierten Organisationsstruktur, u.a. mit den Variablen „Outsourcing der Bewirtschaftung“ oder „Outsourcing der Asset Allocation“, nehmen bei indirekten Investi-

tionen keine entscheidende Position ein. Bei der Bewertung der Kriterien durch deutsche und österreichische Investoren fällt die geringere Bedeutung der Bereich Fungibilität und Strukturierungsmöglichkeiten auf.

Motive für indirekte Immobilieninvestitionen im Inland

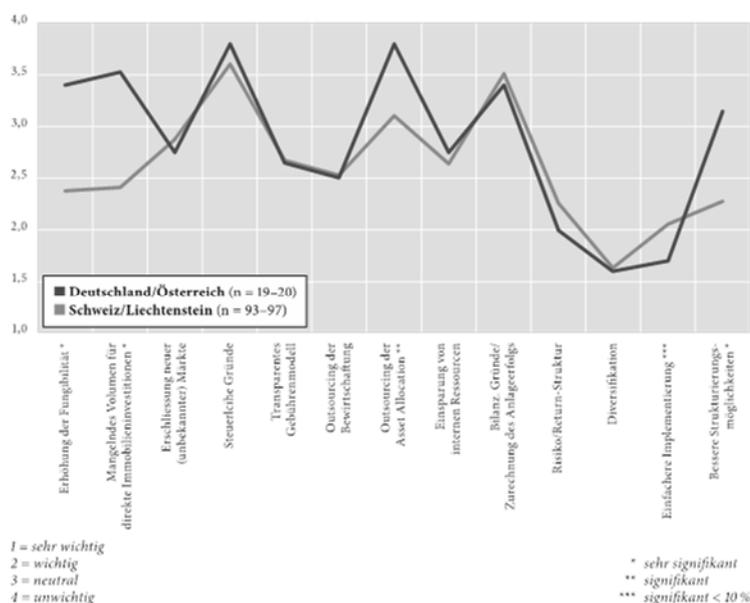


Abbildung 6: Motive für indirekte Investitionen im Inland

Motive für indirekte Immobilieninvestitionen im Ausland

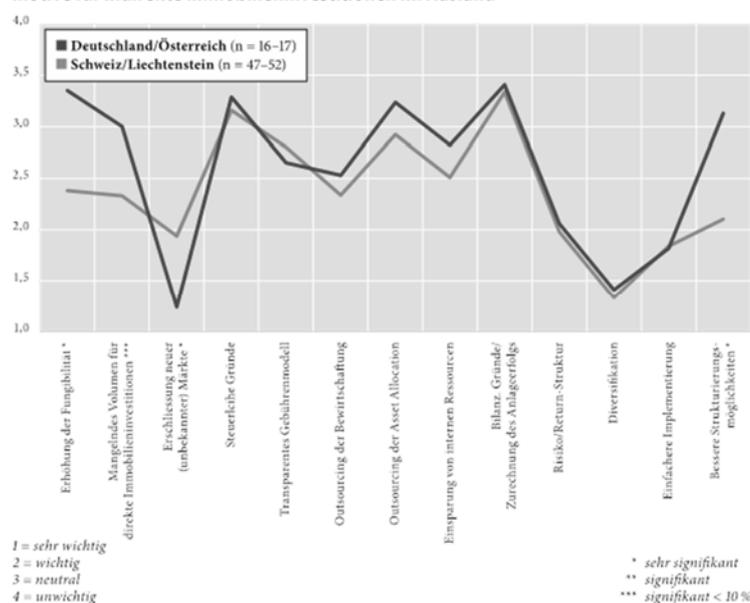


Abbildung 7: Motive für indirekte Investitionen im Ausland

Die unterschiedlichen Präferenzen bei der indirekten Immobilienanlage implizieren auch einen Bedarf an verschiedenen Leistungsangeboten seitens eines Produktinitiators und resultieren möglicherweise in unterschiedlichen Auswahlkriterien für ein Asset Management.

Auswahl eines Asset Managements für indirekte Immobilienanlagen

Die Bewertung der Motive für die Auswahl eines Asset Managements für indirekte Immobilienanlagen ist bei Schweizer Investoren offensichtlich: Qualitative Kriterien wie beispielsweise „Erfahrung des Managers/Track Record“ oder „Image/Reputation des Managers“ sowie die „Kosten des Managers“ sind entscheidende Kriterien für die Auswahl eines externen Managers für indirekte Immobilienanlagen. Darüber hinaus wird besonderes Augenmerk auf die Corporate-Governance-Struktur bzw. die rechtlichen Strukturen des Managers gelegt. Dagegen sind vertragliche Kriterien wie beispielsweise „Vertragslaufzeit“, „Eigenkapitalbeteiligung des Managers am Bestand“ oder „Implementierung der Vertrags-

bestandteile in Mitarbeiterverträge“ im Vergleich zu den anderen Kriterien von geringerer Relevanz. Damit ist ein Markteintritt für neue Asset-Management-Anbieter als „schwierig“ sowie als zeit- und kostenintensiv zu werten, andererseits kann ein „guter Ruf“ eines Asset-Management-Anbieters durch ein einmaliges Fehlverhalten nachhaltig geschädigt werden. Deutsche und österreichische Investoren unterscheiden sich in den Bewertungen insbesondere in der sehr viel wichtigeren Bewertung des Kriteriums der Vergütungsstruktur eines Asset Managements, was auf eine stärkere Performanceorientierung dieser Investoren schließen lässt.

Bei einem Vergleich der Kriterien für die Auswahl eines externen Managements für direkte und indirekte Immobilienanlagen ist ein ähnlicher Verlauf der Bewertungen erkennbar, allerdings mit leichten Abweichungen (vgl. Abbildung 8). Die höhere Bedeutung der Eigenkapitalbeteiligung des Managements bei indirekten Immobilienanlagen liegt gegebenenfalls im internationalen Umfeld begründet bzw. in Investitionen in andere Investmentvehikel (bspw. opportunistische Fonds/ Real Estate Private Equity).

Kriterien für die Auswahl eines externen Managements

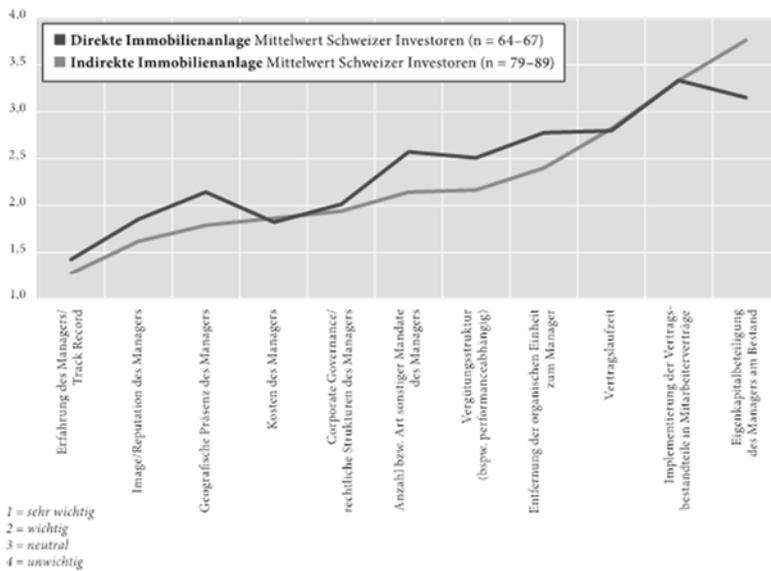


Abbildung 8: Kriterien für die Auswahl eines externen Managements für direkte und indirekte Immobilienanlagen bei Schweizer institutionellen Investoren

Zukünftige Investitionsländer

Institutionelle Investoren präferieren bei der indirekten Immobilienanlage Investitionen in der Schweiz („home-biased“) und planen, im Durchschnitt, auch zukünftig diesen Anteil zu halten oder zu erhöhen (vgl. Abbildung 9) – von besonderem Interesse sind dabei Investitionen in den Bereich „Wohnen“. Sowohl bei der Anzahl der Nennungen als auch beim durchschnittlichen Anlagevolumen dominiert demgemäß die Schweiz. Indes sind einige Investoren daran interessiert, in die Märkte USA und Asien mit höheren Mitteln zu investieren. Investitionen in indirekte Immobilienanlagen im Raum Deutschland und Nord-/Westeuropa werden von vielen Investoren vorgenommen, hingegen sind wirtschaftlich oder politisch nicht stabile Regionen, bspw. Südeuropa oder Osteuropa, von untergeordneter Bedeutung. Viele Investoren orientieren sich bei ihrer Kapitalallokation anscheinend nicht an dem (von ihnen gewünschten) Kriterium der Diversifikation oder einer risikominimierenden Strategie im Rahmen der Portfoliotheorie nach Markowitz, sondern an der sehr guten Entwicklung des Schweizer Markts in der Vergangenheit. Im Gegensatz dazu ist bei deutschen und österreichischen Investoren eine breitere internationalere Streuung beobachtbar.

Zukünftige Investitionsländer für indirekte Immobilienanlagen

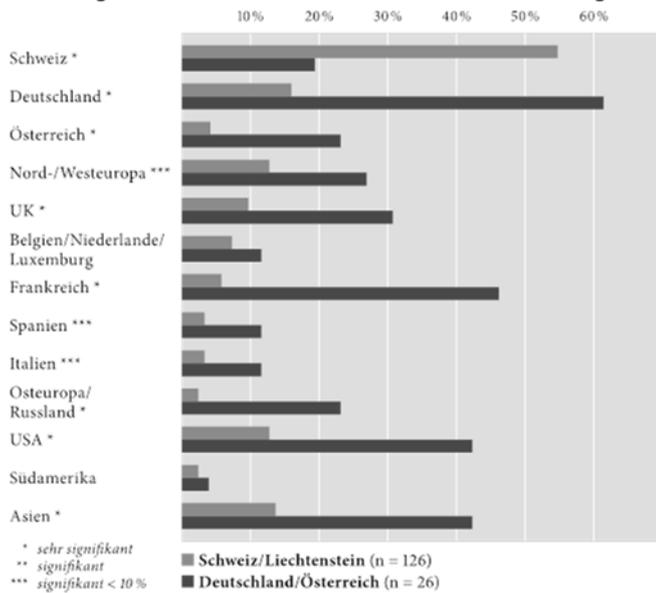


Abbildung 9: Zukünftige Investitionsländer Schweizer sowie deutscher und österreichischer Investoren

Charakteristika eines idealen Anlagevehikels

Im Rahmen indirekter Immobilienanlagen ist die Frage nach der rechtlichen Struktur und managementorientierten Ausrichtung von zentraler Wichtigkeit, so dass die Charakteristika eines „idealen“ Anlagevehikels abzuleiten sind. Diese Bewertung stellt sich bei den Schweizer Investoren wie folgt dar (vgl. Abbildung 10): Die Variablen „effiziente Kostenstruktur des Vehikels“, „kritische Masse“ und „Transparenz/Publizität nach internationalen Standards/Corporate Governance“ werden als zentrale Kriterien betrachtet. Indessen werden die Bereiche Wachstum, u.a. mit „internes Wachstum (Portfolioumschlag)“, „Investitionen in Projektentwicklungen“, „externes Wachstum (M&A)“ oder „Expansion über den Heimatmarkt“, als „neutral“ bewertet. Weiters werden Kriterien im Bereich der Spezialisierung, beispielsweise „Fokussierung auf bestimmte Nutzungsarten“ oder „Fokussierung auf bestimmte Regionen“, als wichtiger als eine „Expansion über den Heimatmarkt“ und der damit verbundene Aufbau eines weit gestreuten Portfolios angesehen.

Demnach präferieren institutionelle Investoren in der Schweiz ein sicheres und kosteneffizientes Vehikel ohne Schwerpunkt auf Wachstum, sprich einen „kosteneffizienten Bestandshalter“. Dieses Vehikel finden zahlreiche Schweizer Investoren u.a. in speziell für institutionelle Anleger konstruierten Produkten wieder, bspw. in Anlagestiftungen, die dem deutschen oder österreichischen Immobilien-Spezialfonds nahestehen. Dieses konnte auch in der empirischen Erhebung hervorgehoben und bestätigt werden: Indirekte Immobilieninvestitionen in der Schweiz sind eindeutig von Anlagestiftungen dominiert, gefolgt von kotierten Gesellschaften (Immobilienaktiengesellschaften/offene Immobilienfonds) und weiteren Anlageformen. Bei indirekten Investitionen im Ausland herrschen ebenfalls Anlagestiftungen vor, jedoch werden Investitionen auch mittels verschiedener anderer Investmentvehikeln durchgeführt. Ein ähnliches Verhalten ist überdies auch bei deutschen und österreichischen Investoren erkennbar, die eine starke Präferenz für Immobilienspezialfonds aufweisen – einem ausschließlich für institutionelle Investoren aufgelegten Produkt.

Bei dem Bedürfnis, Kapital in Anlagestiftungen zu allokatieren, stehen Pensionskassen vor großen Herausforderungen, da zahlreiche Anlagestiftungen „geschlossen“ sind und kein neues Kapital aufnehmen, um die bisherige Performance dieses thesaurierenden Produktes nicht zu verfälschen. Alternativen könnten eine zukünftige Kapitalallokation in Fonds oder SICAVs darstellen.

Bewertung eines „idealen“ Anlagevehikels

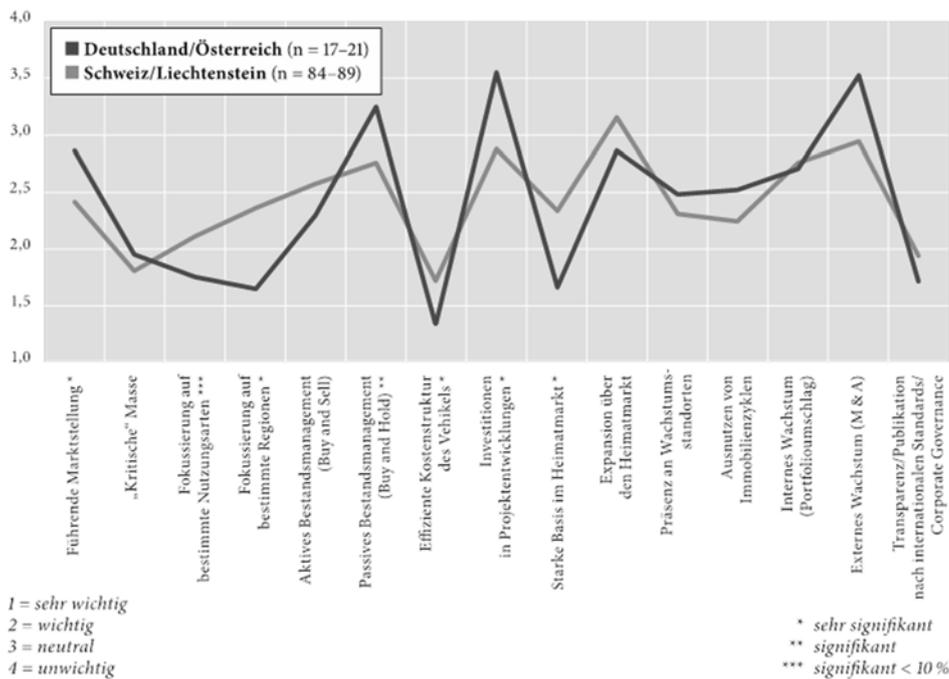


Abbildung 10: Charakteristika eines idealen Anlageproduktes

Zusammenfassung und Ausblick

Pensionskassen in der Schweiz gelten mit über 2.000 Institutionen als wichtige Investoren und verfügen – im Vergleich zu institutionellen Investoren in anderen Ländern – über hohe Investitionen in direkte und indirekte Immobilienanlagen: Derzeit sind im Durchschnitt über 16 Prozent der Portfolien der Pensionskassen in Immobilienanlagen allokiert, was 110 Milliarden CHF im Inland, aber „nur“ 10 Milliarden CHF im Ausland entspricht. Die vorliegenden Darstellungen konnten anhand einer empirischen Erhebung zentrale Erkenntnisse über jene Investitionen in direkte und indirekte Immobilienanlagen im Inland und Ausland durch institutionellen Investoren in der Schweiz aufzeigen und diese mit dem Verhalten institutioneller Anleger in Deutschland und Österreich vergleichen sowie Unterschiede und Gemeinsamkeiten kritisch darlegen.

Im Bereich der direkten Immobilienanlage konnten für die Investoren in den drei Ländern u.a. die nachfolgenden Erkenntnisse hergeleitet werden:

- Institutionelle Investoren in der Schweiz haben eine höhere Affinität zur Fremdvergabe von Real-Estate-Asset-Management-Dienstleistungen als deutsche und österreichische Investoren.
- Erfahrung, Track Record und Reputation sind für Schweizer Investoren die entscheidenden Kriterien bei der Auswahl eines externen Real Estate Asset Managements, während vertragliche Kriterien für die Institutionen nicht von Belang sind. Deutsche und österreichische Investoren weisen darüber hinaus der Kosten- und Vergütungsstruktur des Assetmanagers und der Organisation und Präsenz des Assetmanagers eine hohe Bedeutung zu.
- Real-Estate-Asset-Management-Softwarelösungen für das Management des direkten Immobilienbestandes sind für institutionelle Investoren in der Schweiz von untergeordneter Bedeutung, insbesondere im Bereich der strategischen Steuerung des Immobilienbestandes. Deutsche und österreichische Investoren weisen eine höhere Affinität zur Softwarenutzung auf und nutzen diese insbesondere für die Analyse und Steuerung der Objekte und Portfolios sowie für die Erstellung von Reports.

Im Bereich der indirekten Immobilienanlage konnten für die Investoren in den drei Ländern u.a. die nachfolgenden Erkenntnisse hergeleitet werden:

- Das wichtigste Kriterium, das aus Sicht Schweizer Investoren gegen Investitionen im Ausland spricht, ist die Intransparenz des Markts bzw. die fehlende Marktkennntnis, gefolgt von externen Risiken („Währungsrisiko“, „politische und rechtliche Restriktionen“). Dabei erscheint die Transparenz und Eignung der Immobilienanlageprodukte in der Schweiz bedeutend besser als jener im Ausland. Aus Sicht deutscher und österreichischer Investoren

wird das derzeitige Produktangebot auf den Heimatmärkten nur mit „neutral“ bewertet, im Ausland deutlich besser. Folglich tendieren deutsche und österreichische Investoren – im Durchschnitt und im Vergleich zu Investoren in der Schweiz – in höherem Maß dazu, im Ausland zu investieren.

- Aus Sicht institutioneller Investoren in der Schweiz stellt das zentrale Motiv für indirekte Immobilieninvestitionen in der Schweiz und im Ausland eine Diversifikation des Portfolios dar. Allerdings ist anzumerken, dass dieser Beweggrund nur teilweise in der derzeitigen Anlagepolitik berücksichtigt wird und die Schweiz geografisch und in Höhe des investierten Kapitals klar dominiert – auch zukünftig. Ähnlich bewerten deutsche und österreichische institutionelle Investoren die Bedeutung der Diversifikation. Gleichzeitig präferieren auch diese bei Investitionen ihren Heimatmarkt, investieren aber – im Vergleich zu Schweizer Investoren – in höherem Maße in andere Länder und Regionen, insbesondere in Nord- und Westeuropa, Asien und den USA.
- Erfahrung, Image und Reputation sind neben dem Kostenaspekt und der Corporate-Governance-Struktur aus Sicht Schweizer Investoren die zentralen Kriterien für die Auswahl eines Assetmanagers. Vertragliche Bestandteile sind dagegen von geringer Bedeutung. Für die Auswahl eines Assetmanagements sind aus Sicht deutscher und österreichischer Investoren ebenfalls die Erfahrung des Assetmanagers/Track Record, die Kosten des Assetmanagers und die Struktur (u. a. geografische Präsenz des Managers) von determinierender Bedeutung. Darüber hinaus wird besonderer Wert auf eine performanceabhängige Vergütung und Transparenz gelegt und damit auf die Reduktion von möglichen Prinzipal-Agenten-Konflikten.
- Ein ideales Anlagevehikel zeichnet sich aus Sicht der Investoren in den drei Ländern durch eine effiziente Kostenstruktur und eine kritische Masse/Sicherheit aus. Außerdem ist eine Schwerpunktsetzung auf Regionen und Immobilientypen wichtig, während die Bereiche „Wachstum“ des Anlagevehikels nur eine untergeordnete Rolle einnehmen. Folglich wird ein „kosteneffizienter Bestandhalter“ präferiert, den viele Investoren in Anlagestiftungen in der Schweiz oder Spezialfonds in Deutschland und Österreich abgebildet sehen.
- Indirekte Immobilieninvestitionen Schweizer Investoren in der Schweiz sind folglich eindeutig von Anlagestiftungen dominiert, gefolgt von kotierten Gesellschaften (Immobilienaktiengesellschaften/offene Immobilienfonds) und weiteren Anlageformen. Bei indirekten Investitionen im Ausland herrschen ebenfalls Anlagestiftungen vor, jedoch werden Investitionen auch mittels verschiedener anderer Investmentvehikeln durchgeführt. Bei indirekten Investitionen deutscher und österreichischer Investoren im Inland dominieren Immobilienspezialfonds als beliebtestes Anlagevehikel gefolgt von SICAVs, im Ausland dominieren ebenfalls Immobilienspezialfonds, ferner SICAVs. Börsenkotierte Immobiliengesellschaften sind von geringer/keiner Bedeutung bei den analysierten deutschen und österreichischen Investoren.
- Die hergeleiteten Präferenzen spiegeln sich auch an aktuellen Investitionsvolumina in den jeweiligen Vehikeln wider: Der Bereich der Immobilienspezialfonds beläuft sich derzeit auf ca. 50 Mrd. Euro. Der Bereich der Anlagestiftungen umfasst ein Gesamtvolumen von über 32 Mrd. CHF, gleichwohl sind derzeit zahlreiche der thesaurierenden Anlagestiftungen geschlossen und es kommt – bei einer Kapitalerhöhung – zu hohen Überzeichnungen.

Institutionelle Investoren in den drei Ländern weisen somit zahlreiche Gemeinsamkeiten bei der direkten und indirekten Immobilienanlage auf, unterscheiden sich aber gleichfalls stark in Anlagestrukturen und Präferenzen sowie zukünftigen Herausforderungen.

Im Bereich der direkten Immobilienanlage konnte sich in jüngster Zeit eine vermehrte Bedeutung des Real Estate Asset Management als gesondertes Leistungsangebot abzeichnen, wobei einige Marktteilnehmer diese Art des Immobilienmanagements als Dienstleistung für institutionelle Investoren anbieten. Folglich ist zu erheben, ob es zukünftig zu einer verstärkten Fremdvergabe von strategischen und operativen Tätigkeiten in diesem Bereich kommt bzw. welche Produktangebote Real-Estate-Asset-Management-Anbieter auf den untersuchten Märkten platzieren sollten.

Ferner ist derzeit ein starker Aufschwung auf den Immobilienkapitalmärkten zu beobachten, der von zahlreichen Börsengängen und Zusammenschlüssen von Immobiliengesellschaften begleitet wird. Daher ist zu untersuchen, welche Positionen diese Gesellschaften in den Anlageportfolien institutioneller Investoren zukünftig einnehmen werden. Gleichwohl ist auf Seite der Fondsinitiatoren zu erkunden, ob es zu einer weiteren Spezialisierung der Anbieter kommt und ggf. zu Zusammenschlüssen von Initiatoren.

Weitere Herausforderungen bei zukünftigen Immobilieninvestitionen liegen u.a. im Bereich der Steigerung der Transparenz der ausländischen Märkte, der zukünftigen Bedeutung „ausländischer“ Anlagevehikel, der Durchführung einer adäquaten (Auslands-) Diversifikation sowie der weiterhin steigenden Bedeutung der Corporate Governance bei Anlagevehikeln und rechtlicher Vorgaben und Anforderungen aus dem Inland und Ausland wie bspw. AIFM-R, EU-Pass oder Solvency II bzw. Swiss Solvency Test SST. Abschließend ist die weitere Zinspolitik der EZB bzw. der SNB abzuwarten und deren mögliche Auswirkungen auf die Immobilienmärkte.

Autor



Prof. Dr. Michael Trübstein ist Professor und Projektleiter an der Hochschule Luzern (CH) und Herausgeber des Praxishandbuchs „Immobilieninvestments“, des Studienbuchs „Real Estate Asset Management“ sowie Co-Autor der Kompakteditionen zur Immobilienfinanzierung. Ferner ist er seit 2011 als Dozent an der Politecnico di Milano in Mailand (I) sowie an der hochschule 21 in Buxtehude (D) tätig. Seit 2010 ist er Distinguished Fellow of the American Real Estate Society.

Quellen

i) Credit Suisse (2014): Schweizer Pensionskassen, Zürich.

ii) Vgl. BFS/Swiss Statistics (2013): Ergebnisse der Pensionskassenstatistik, Neuchâtel; Credit Suisse (2014): Schweizer Pensionskassen, Zürich; Konrad, Hanspeter (2015): Bedeutung der Immobilienanlagen für Schweizer Pensionskassen in Trübstein, Michael (Hrsg.): Real Estate Asset Management, Wiesbaden 2015, S. 23-25; Trübstein, Michael (2015): Einführung in die Studie zum Real Estate Asset Management in Trübstein, Michael (Hrsg.): Real Estate Asset Management, Wiesbaden 2015, S. 27-44.

iii) Vgl. KPMG (2011): Asset Management bei Pensionskassen 2011, Zürich; für Deutschland: Quote für Versorgungswerke vgl. abv (2012): Vermögensanlage nach Anlageart, Berlin.

iv) Die Renditen in Top-Lagen liegen bei 3-4%.

v) Trübstein, Michael (2015): Studienergebnisse zum Real Estate Asset Management in der Schweiz: Investitions- und Managementstrategien Schweizer Investoren bei der direkten Immobilienanlage in Trübstein, Michael (Hrsg.): Real Estate Asset Management, Wiesbaden 2015, S. 102-141.

vi) Die Studie „Real Estate Asset Management“, Herausgeber Michael Trübstein, 2015, 380 Seiten, kann unter michal.truebestein@hslu.ch oder im Fachhandel (ISBN 978-3-658-08783-8) bezogen werden.

