

# Das Best-Owner-Prinzip bei Immobilien-Investmentanlagen

Andreas Loepfe

**Direkt oder indirekt – wie sollte eine Immobilienanlage am besten gehalten werden? Der Autor empfiehlt, beides zu verbinden. Gemäß dem Best-Owner-Prinzip ist die Direktinvestition dann vorzuziehen, wenn der Anleger seine Liegenschaften selbst effizient und seinen Zielen gemäß bewirtschaften kann. Ist dies zum Beispiel aus mangelnder Marktkennntnis nicht der Fall, sollten externe Dienstleister mit der Objekt- und Portfolioverwaltung beauftragt werden. Dabei ist jedoch zu prüfen, ob tatsächlich eine Renditeverbesserung realisiert wird und ob diese die Kosten für das externe Management übertrifft. (Red.)**

Auf einem perfekten Markt besitzen Investoren alle 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 die Objekte sind nicht in kleinen Stückelungen zu erwerben.

Dadurch rücken die Immobilienmärkte weiter weg vom vollkommenen Markt als dies etwa bei börsengehandelten Wertschriften der Fall ist. Es entsteht verstärkt Raum für Finanzintermediäre. Diese treten unter anderem als Anlagevehikel zwischen die Immobilie und den Investor (Abbildung 1). Ihre Funktion wird in der Theorie als Transformation in Bezug auf Informationen, Losgrößen, Risiko und Liquidität beschrieben.

## Wertschöpfung der Intermediäre

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 partizipie-

ren. Risikotransformation bedeutet die Reduktion von Performanceschwankungen gegenüber der Direktanlage durch Diversifikation, verbesserte Selektion oder Versicherungsleistungen. Liquiditätstransformation schließlich bezeichnet die verbesserte Handelbarkeit einer indirekten Anlage im Vergleich zu den relativ illiquiden Immobilien selbst.

Die individuellen Fähigkeiten des Finanzintermediärs bestimmen, in welchem Maß er mittels der erwähnten Funktionen Nutzen stiften 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.

Selbstredend verspricht nur die letzte dieser Möglichkeiten eine seriöse und nachhaltige (Über-)Performance. Hier kommt das sogenannte Best-Owner-Prinzip zum Zug: Grundgedanke dieses Managementansatzes ist die unterschiedliche Fähigkeit von Immobilienei-

gentümern, Wert aus bestimmten Immobiliengruppen zu schöpfen. Anders als die herkömmliche abstrakte Bewertung bindet das Best-Owner-Prinzip den Wert einer Immobilie also auch an die Fähigkeiten des Eigentümers. Der Wert eines Objektes oder eines Portfolios wird dann maximal, wenn die Harmonisierung von Strategie, Struktur und Kultur eines Immobilieneigentümers mit seinem Liegenschaftenportfolio gelingt (Abbildung 2)

Mindestens soll diese Übereinstimmung dabei besser sein als diejenige der Konkurrenz. Dies bedeutet in der Regel eine Spezialisierung und Differenzierung des Investmentmanagers gegenüber seinen Wettbewerbern. Ansatzpunkte für solche Fähigkeiten finden sich entlang der ganzen Wertschöpfungskette. Beispiele sind Mitarbeiterselektion und -motivation, Beschaffungs- und Absatzmarketing sowie Research. Für Bereiche, in denen solche Fähigkeiten nicht entwickelt werden können, bleibt die Investition in andere Spezialisten (Best Owner). So entstehen im Idealfall effiziente pyramidale Strukturen, bei welchen auf mehreren Ebenen in die jeweiligen Best Owner investiert wird. Die Investmentmanager führen dann auf spezialisierte Weise Immobiliendirektanlagen oder Beteiligungen an anderen Managern.

## Direkte und indirekte Investition je nach Investor

Die Frage, ob direkt oder indirekt investiert werden soll, lässt sich nun beantworten. Je funktionstüchtiger der Markt, desto mehr lohnt sich die direkte Anlage nur für den Best Owner der Immobilie. Ist die Liegenschaft im Pool eines Finanzintermediärs wertvoller, weil dieser über entsprechende Best-Owner-Qualitäten verfügt oder das Objekt risiko die bestehenden Risiken im Pool ergänzt, ist die indirekte Anlage attraktiver. In einem hochentwickelten Finanzsektor bedingt ein direktes Engagement deshalb ein minimales Anlagevolumen und eine spezifische Managementkompetenz.

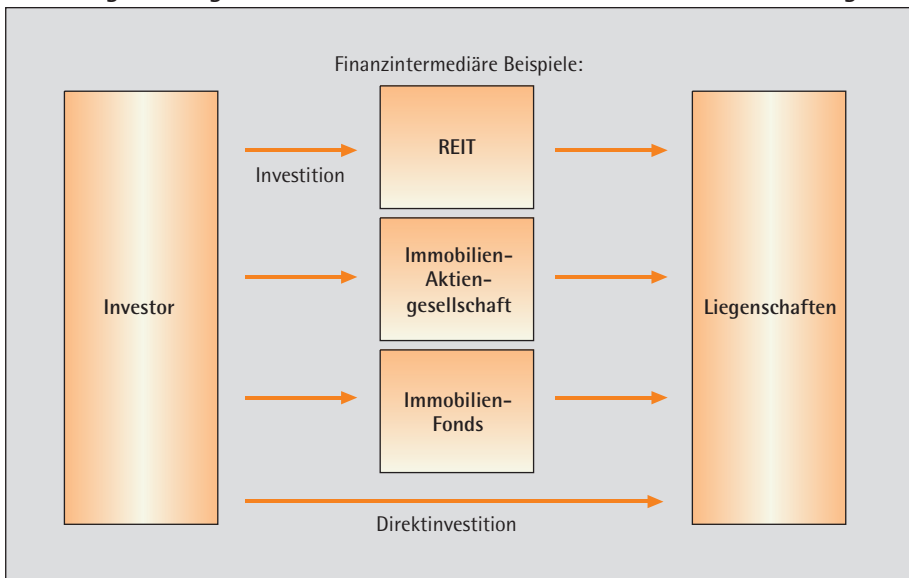
In idealtypischer Betrachtung verändert sich der optimale Mix der Anlagegefäße mit zunehmendem Anlagevolumen. Die bisher häufige Philosophie „direktes oder indirektes Investment“ wird so zur Frage nach der richtigen Mischung aus direkten und indirekten Anlagen (Abbildung 3):

● Kleinanleger investieren in einen oder wenige Universalfonds, die ein

## Der Autor

**Andreas Loepfe** ist Leiter Real Estate Research & Strategies der Zürich Versicherungs-Gesellschaft, Portfolio-Manager der Immobilienvermögen der Zürich Anlagengestiftung und Präsident des Verwaltungsrats von Curem Center for Urban and Real Estate Management, Zürich.

Abbildung 1: Anlagevehikel als Finanzintermediäre bei der Immobilienanlage



möglichst breites Universum abbilden (zum Beispiel Büro und Wohnen in einem Fonds).

- Mittelgroße Anleger können für gewisse Marktsegmente Best-Owner-Qualitäten entwickeln. Diese Anlagen werden direkt gehalten.
- Sehr große Investoren verzichten auf Universalfonds, wenn sie deren Wertschöpfung selbst erbringen können. Auch sie verfügen aber nicht für alle Marktsegmente über Best-Owner-Qualitäten. Solche Gebiete werden daher mit indirekten Anlagen abgedeckt.

### Was bleibt dem Investor?

Verständlicherweise erbringen Investmentmanager ihre Intermediärfunktion nicht gratis. So gilt es für den Investor, den nach Abzug seiner Kosten (Fees) besten Dienstleister zu finden. Oder als Frage formuliert: 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.

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 (NC-REIF).

Vor diesem Hintergrund erklärt sich die steigende Beliebtheit passiv geführter Vehikel, welche meist einen Index nachzeichnen. Auch diese Vehikel erfüllen als Intermediäre die erwähnten vier Funktionen, ohne jedoch durch aktives Überbetonen oder Handeln einzelner Titel eine Überperformance gegenüber dem Index anzustreben. Dies wird im Gebührenniveau reflektiert.

Die Märkte für nichtnotierte Anlagevehikel oder Immobiliendirektinvestitionen 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.

Abbildung 2: Das beste Eigentümerprinzip

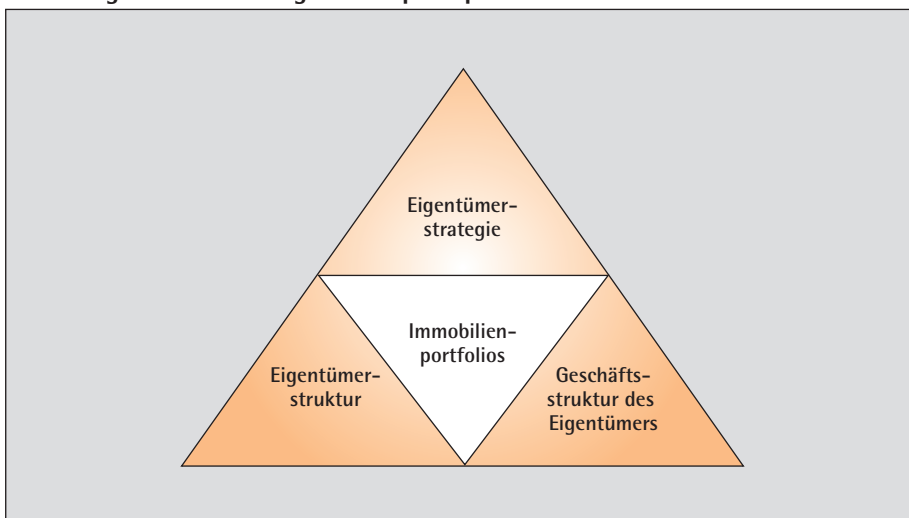
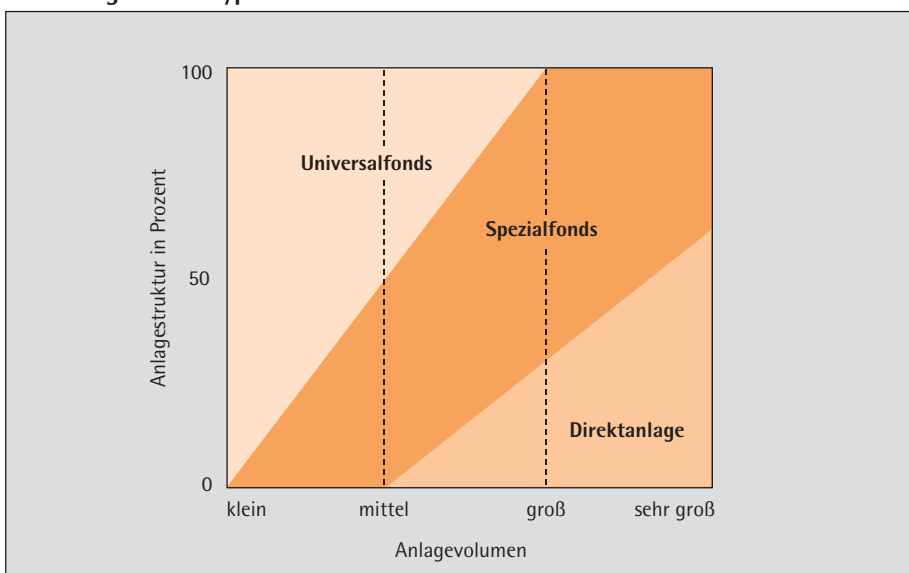


Abbildung 3: Idealtypische Portfoliostruktur



Quelle: Curem