

Einführung in die Studie zum Real Estate Asset Management

Prof. Dr. Michael Trübestein

Professor und Projektleiter, Hochschule Luzern

Inhalt

| | | |
|----------|--|----|
| 1 | Einführung in die Studie | 29 |
| 1.1 | Schweizer Immobilienmarkt und Immobilieninvestoren | 29 |
| 1.2 | Management direkter Immobilienanlagen | 30 |
| 1.3 | Management indirekter Immobilienanlagen | 32 |
| 1.4 | Empirische Studie zum Immobilienmanagement | 32 |
| 2 | Struktur und Aufbau der Studie | 34 |
| 2.1 | Struktur der Studie | 34 |
| 2.2 | Clusteranalyse für direkte Immobilieninvestitionen | 36 |
| 2.3 | Clusteranalyse für indirekte Immobilieninvestitionen | 36 |
| 2.4 | Abgleich und Auswertung | 37 |
| 3 | Theoretische Grundlagen zur Clusteranalyse | 38 |
| 4 | Abgrenzungen und Eingrenzungen der Studie | 40 |
| | Referenzen | 44 |

1 Einführung in die Studie

Aufgrund von sich ändernden (wirtschaftlichen) Rahmenbedingungen und wachsendem Druck auf bestehende Strukturen auf den internationalen Märkten war die Assetklasse Immobilie in den letzten Jahren einem grundlegenden Wandel unterworfen. Verstärkt wurden diese Veränderungen durch einen langen Aufschwung auf den Immobilienmärkten, verbunden mit zahlreichen grossen Immobilientransaktionen. Das Resultat war schliesslich ein Abschwung, hervorgerufen durch die Subprime-Krise in Kombination mit erheblichen Wertänderungen. Seither haben Liegenschaften auf vielen internationalen Märkten Wertsteigerungen erfahren und stellen interessante Investitionsmöglichkeiten dar, u. a. auch für institutionelle Investoren. Diese umfassen die Bereiche der direkten, unmittelbaren Immobilieninvestition sowie jene der indirekten, mittelbaren Immobilieninvestition mittels unterschiedlicher Anlagevehikel. Überdies gingen mit den vergangenen Entwicklungen auch die zunehmende Nutzung bzw. die Einführung innovativer und/oder neuer Immobilienprodukte in vielen Ländern einher, zu denen bspw. Real Estate Private Equity, Real Estate Securitisation oder Real Estate Investment Trusts zählen, sowie die Implementierung neuer immobilienbezogener Dienstleistungen wie etwa des Real Estate Asset Management (REAM).

*Internationale
Entwicklung
bei Immobilien-
investitionen*

1.1 Schweizer Immobilienmarkt und Immobilieninvestoren

Der Schweizer Immobilienmarkt war in den letzten Dekaden durch starke Schwankungen geprägt. Der beträchtliche Aufschwung in den 1980er-Jahren resultierte in einem erheblichen Abschwung in den 1990er-Jahren, auf den hohe Abschreibungen auf Immobilieninvestitionen folgten. Als Konsequenz hieraus haben Banken in dieser Zeit über 40 Mrd. CHF abgeschrieben und Immobilienwerte mit 30 % Wertminderung im Bereich der Investmentproperties bzw. mit 12 % bei Apartments korrigiert.¹ Nach einer Stagnation in den darauffolgenden Jahren sind die Immobilienwerte in den letzten Jahren wiederum stark gestiegen und haben zu bemerkenswerten Wertänderungsrenditen bei den Investoren geführt.² Gestützt wurde diese Entwicklung durch zahlreiche positive makroökonomische Rahmenbedingungen, u. a. durch niedrige Zinsen, Wirtschaftswachstum, geringe Arbeitslosigkeit, steigende Bevölkerungszahlen und restriktive Bauordnungen.

*Entwicklung
bei Immobilien-
investitionen in der
Schweiz*

In der Schweiz konnten in dieser Zeit bei der *direkten* Immobilienanlage hohe Wertsteigerungsrenditen realisiert werden, bspw. im Bereich Wohnen um 30 % in den letzten sechs Jahren.³ Indessen waren *indirekte*

*Entwicklung direkter
und indirekter
Immobilienanlagen*

Immobilieninvestitionen von einer hohen Volatilität bestimmt. So werteten Immobilienaktien 2013 um 7 % ab, während der Swiss Performance Index (SPI) als Leitindex bedeutender kotierter Aktiengesellschaften im gleichen Jahr um 25 % stieg.⁴ Gleichwohl bilden indirekte Immobilieninvestitionen eine interessante Ergänzung im Kapitalanlageportfolio institutioneller Investoren.

*Immobilienanlagen
Schweizer Pensions-
kassen*

Institutionelle Investoren, u. a. Pensionskassen, Lebensversicherungen und Stiftungen, gehören zu den bedeutenden Akteuren auf dem Schweizer und internationalen Immobilienmarkt, stellen grosse Bestandhalter direkt und indirekt gehaltener Immobilienbestände dar und wählen entsprechend den gesetzlichen Rahmenbedingungen aus unterschiedlichen Immobilienanlagesegmenten im Inland und Ausland aus. Die über 2.000 Schweizer Pensionskassen (91 öffentliche und 1.982 private Institutionen) allokieren seit vielen Jahren hohe Kapitalanlagevolumina in direkte und indirekte Immobilienanlagen. Über 17,5 % der Portfolios sind in Immobilien investiert, davon 108,5 Mrd. CHF in Schweizer Immobilien und „nur“ 9 Mrd. CHF auf ausländischen Immobilienmärkten.⁵ Damit unterscheiden sich diese Anlagestrukturen deutlich von jenen vergleichbarer Institutionen im Ausland, bspw. in den USA mit 7 %, im UK mit 5 %, bei deutschen Versorgungswerken mit 8 % oder in den Niederlanden mit 8 bis 9 % Investitionsanteilen in Immobilien bei vergleichbaren Investoren in den jeweiligen Ländern.⁶

*Kapitalzuflüsse bei
Institutionen der
Altersvorsorge*

Die angeführten positiven makroökonomischen Entwicklungen, wie etwa hohe Beschäftigungszahlen, Bevölkerungswachstum und Wirtschaftswachstum, lassen zukünftig hohe Kapitalzuflüsse bei Institutionen der Altersvorsorge annehmen, die teilweise in direkte und indirekte Immobilienanlagen allokiert werden. Folglich stellt sich die Frage, ob die derzeitige Investitionsstrategie in Immobilien fortgesetzt wird bzw. wo zukünftige Investitionsschwerpunkte liegen werden. Damit einhergehend ist auch die künftige Bedeutung von Auslandsinvestitionen nahezulegen, da dort gegebenenfalls attraktive Investitionsmöglichkeiten mit hohen Renditen aufgespürt werden können, die eine sinnvolle Ergänzung der Kapitalanlageportfolios darstellen und zur Diversifikation beitragen.

1.2 Management direkter Immobilienanlagen

*Management und
Struktur direkter
Immobilienanlagen*

Die Assets, d. h. die *direkt* gehaltenen Immobilienvermögen der Investoren, werden auf verschiedenen Ebenen der jeweiligen Institutionen im Rahmen des allgemeinen Vermögens- oder Kapitalanlagemanagements bzw. des auf Immobilien fokussierten Real Estate Asset Management betreut. Dabei können die Institutionen zwischen einer internen oder externen Leistungserbringung bei direkten Immobilienanlagen wählen oder interne und externe Leistungselemente kombinieren.

Eine Fremdvergabe von Leistungen kann zu einer optimierten Organisationsstruktur führen sowie zu einer bestmöglichen Kosten-Return-Struktur innerhalb der Institution. Gleichzeitig sind Fremdvergaben mit teils hohen Transaktionskosten, u. a. Such-, Vertrags-, Verhandlungs- oder organisatorischen Kosten, verbunden, die in ihrer Höhe von den jeweiligen Institutionen abgewogen werden müssen („Transaktionskostentheorie“). In der Theorie (und auch Praxis) kommt es in diesen Organisationsstrukturen zusätzlich zu Interessenkonflikten („Principal-Agent-Konflikte“) zwischen den Vertragspartnern, da angenommen wird, dass zwischen Investor („Principal“) und dem internen oder externen Assetmanager als Auftragnehmer („Agent“) divergierende Interessen bestehen, bspw. bei Vergütungen, Arbeitsvolumen oder Ressourcensteuerung. Diese äussern sich beim Assetmanager als „Hidden Intentions“, „Hidden Characteristics“, „Hidden Information“ oder „Hidden Action“ gegenüber dem Auftraggeber.⁷ Da Konflikte dieser Art ex ante nicht vorhersehbar sind, gilt es, bei der Auswahl eines zuverlässigen Assetmanagements besondere Sorgfalt walten zu lassen.

Fremdvergabe von Leistungen

Der Markt des externen Assetmanagements ist jedoch fragmentiert und intransparent, wodurch ein Vergleich unterschiedlicher Assetmanagementstandards und -ansätze bis heute nicht bzw. nur schwer möglich ist und zu Ineffizienzen auf dem Markt führt. Eine transparente und verbesserte Allokations-, Organisations- und Vergütungsstruktur könnte bei den Investoren daher eine Steigerung der Performance bewirken.

Intransparenz bei Assetmanagern

Ungeachtet fehlender begrifflicher und konzeptioneller Grundlagen zeichnet sich in jüngster Zeit eine zunehmende Bedeutung des Real Estate Asset Management als gesondertes Leistungsangebot ab, wobei einige Marktteilnehmer diese Art des Immobilienmanagements als Dienstleistung für institutionelle Investoren anbieten und damit auf einem zukunftssträchtigen Markt präsent sein möchten. Diese Dienstleistungen könnten für institutionelle Investoren von Interesse sein, da ein Real Estate Asset Management aufgrund der Intransparenz, Komplexität und Unvollkommenheit des Immobilienmarkts im Allgemeinen und des Wirtschaftsguts Immobilie im Speziellen mit besonderen Wertschöpfungspotenzialen verbunden ist. Darum ist zu untersuchen, wie sich die Organisation, Auswahl, Führung und Struktur des internen und externen Real Estate Asset Management gestalten und welche Handlungsempfehlungen sich aufseiten der Investoren für zukünftige Organisations- und Managementstrukturen daraus ergeben. Ferner sollten zukünftige Investitionsschwerpunkte und -strategien sowie deren Bedeutung für die institutionellen Investoren betrachtet werden.

Zunehmende Bedeutung des REAM

1.3 Management indirekter Immobilienanlagen

*Management und
Struktur indirekter
Immobilienanlagen*

Im Bereich der *indirekten* Immobilienanlage konnten in den letzten Jahren zahlreiche neue und innovative immobilienbezogene Anlagevehikel sowie Managementgesellschaften auf dem Schweizer Markt lanciert werden, die für institutionelle Investoren mögliche Investitionsalternativen zur direkten Immobilienanlage anbieten. Diese Anlagestrukturen tragen gegebenenfalls zu effizienten Organisations- und Managementstrukturen bei institutionellen Investoren bei und ermöglichen ein breit diversifiziertes Immobilienportfolio im Inland und/oder Ausland. Zugleich weisen diese Vehikel u. a. aber auch zusätzliche Managementebenen, Kostenstrukturen und gegebenenfalls Wertschwankungen (Volatilität) auf. Umso entscheidender sind für die Investoren die Herausforderungen des Managements und der Strukturierung der indirekten Immobilienanlagen, die Auswahl des Gefässes und Managers sowie zukünftige Investitionsregionen und -volumina. In Anbetracht der derzeit niedrigen Investitionsvolumina in indirekte ausländische Immobilienanlagen stellt sich zudem die Frage der Eignung inländischer oder ausländischer rechtlicher Strukturen für derartige Investitionen aus Sicht der Investoren.

1.4 Empirische Studie zum Immobilienmanagement

*Konzentration der
Schweizer Pensions-
kassen*

Auch wenn das Schweizer Pensionskassensystem in den letzten Dekaden als sehr erfolgreich angesehen werden kann, fällt eine starke Konzentration der Institutionen auf, zumal sich in den letzten zehn Jahren die Anzahl der Institutionen von über 3.000 auf 2.000 Institutionen kontinuierlich verringert hat und eine weitere Konzentration nicht ausgeschlossen ist.⁸ Die bestehenden Institutionen müssen somit gegebenenfalls ihre Management- und Investitionsstrategien anpassen oder überarbeiten, darunter auch die Immobilienstrategie.

*Empirische Erhebung
in der Schweiz,
Deutschland, Öster-
reich und Liechtenstein*

An dieser Stelle setzt das vorliegende Forschungsprojekt an, indem es versucht, immobilienbezogene Management- und Investitionsstrategien für institutionelle Investoren empirisch validiert zu untersuchen sowie aus den Ergebnissen Handlungsempfehlungen für die direkte und indirekte Immobilienanlage abzuleiten. Im Rahmen einer umfassenden empirischen Studie an der Hochschule Luzern mit Unterstützung des Schweizerischen Pensionskassenverbands ASIP wurde diese Thematik aufgegriffen und das Real Estate Asset Management in der Schweiz eingehend untersucht. Zudem wurde auch das Real Estate Asset Management in Deutschland, Österreich und Liechtenstein betrachtet. Hierzu wurden institutionelle Investoren mittels Fragebögen zum Management ihrer direkten und indirekten Immobilienanlagen befragt, aber auch zur Auswahl und Steue-

rung eines Real Estate Asset Management für direkte Anlagen sowie zur Auswahl und Präferenz eines Investment- und Assetmanagements für indirekte Immobilienanlagen.

Insgesamt konnten im Rahmen der Studie über 150 Fragebögen von Institutionen ausgewertet werden, die ein Anlagevolumen in Höhe von 950 Mrd. CHF (davon 440 Mrd. CHF in der Schweiz) und ein Immobilienanlagevolumen in Höhe von 80 Mrd. CHF (davon 56 Mrd. CHF in der Schweiz) abdecken. Die Ergebnisse dieser Erhebung stellen die Grundlage für die nachfolgenden Betrachtungen dar.

*Rücklauf und
Auswertung*

2 Struktur und Aufbau der Studie

2.1 Struktur der Studie

Studien zum Anlageverhalten und Immobilienmanagement

In der Schweiz existieren zahlreiche Studien zum Anlageverhalten institutioneller Investoren, die sowohl von privaten als auch von öffentlichen Institutionen durchgeführt wurden.⁹ Allerdings beschränkt sich der Grossteil der bisherigen Publikationen und Forschungsvorhaben auf die Optimierung der Asset Allocation im Allgemeinen, d. h. die Ableitung eines optimalen Portfolios, oder vereinzelt auch auf die Optimierung der Asset Allocation im Immobilienbereich im Besonderen. Unterdessen werden die eigentliche Konzeption eines Assetmanagements bei direkten und indirekten Immobilienanlagen sowie die Besonderheiten beim Management von Immobilien meist ausgeklammert bzw. wegen der fehlenden begrifflichen Abgrenzungen nicht nachhaltig untersucht. Zudem erfolgt häufig eine Schwerpunktsetzung auf eine geografische Region, bspw. die Schweiz oder eine Teilregion der Schweiz, während andere Länder vernachlässigt werden und damit eine Vergleichbarkeit erschwert wird. Bei bereits durchgeführten Datenerhebungen mittels Fragebögen zu den entsprechenden Schwerpunkten werden die Ergebnisse ausserdem vielfach nur im Rahmen von allgemeinen, deskriptiven Aussagen dargestellt bzw. werden aus ihnen allgemeine „Trends“ und Empfehlungen abgeleitet.

Verhaltensbasierte Clusterung

Mithin spielt eine verhaltensbasierte Clusterung der Investoren lediglich eine untergeordnete Rolle. In den hier vorgenommenen Untersuchungen erfolgen daher eine Gruppierung und Darstellung der Ergebnisse anhand von unterschiedlichen Verhaltensvariablen und -gruppierungen¹⁰: bei direkten Immobilienanlagen eine Gruppierung nach organisatorischen Präferenzen und bei indirekten Immobilienanlagen eine Gruppierung nach Präferenzen der indirekten Immobilienanlage im Inland und Ausland.¹¹ Eine Auswertung nach allgemeinen Kriterien wie bspw. Grösse oder Herkunft wird indes in separaten Kapiteln bzw. mit der Darstellung der verhaltensbasierten Auswertung vorgenommen.

*Hypothesen-
erkundender Studien-
charakter*

Angesichts nicht vorhandener wissenschaftlicher Abhandlungen zu dieser Thematik liegt der Schwerpunkt dieser Untersuchung zunächst auf der systematischen Sammlung und Analyse von Daten zur aktuellen Situation und Ausgestaltung des Assetmanagements bei direkten und indirekten Immobilienanlagen. Demgemäss hat die hier vorliegende Studie primär hypothesenerkundenden Charakter und dient dem Auffinden von Beziehungsstrukturen und der Entwicklung von Hypothesen zum derzeitigen Stand und zur Konzeption in der Praxis. Im Vordergrund steht ferner ein Theorie-Praxis-Abgleich im Hinblick auf die Investoren.

Um strukturiert Lösungsvorschläge für das Real Estate Asset Management bei institutionellen Investoren zu finden, insbesondere bei Schweizer Pensionskassen, wurde die empirische Erhebung in Kooperation mit dem Schweizerischen Pensionskassenverband ASIP in vier europäischen Ländern mittels eines schriftlich zu beantwortenden Fragebogens durchgeführt.

Erhebung mittels Fragebogen

Dieser umfasste die folgenden drei Teilbereiche mit insgesamt 27 Fragen:

Aufbau des Fragebogens

- Teil A: Einordnung des Unternehmens mit unternehmens- und immobilienbezogenen Variablen (sechs Fragen)
- Teil B: Direkte Immobilienanlage (elf Fragen)
- Teil C: Indirekte Immobilienanlage (zehn Fragen)

Die Fragen waren überwiegend nach der Multiple-Choice-Methode gestaltet. Allerdings hatten die Institutionen bei ausgewählten Fragen auch die Möglichkeit, zusätzliche Informationen anzugeben, um unternehmensindividuelle Sichtweisen im Rahmen eines explorativen Ansatzes abzubilden.¹²

Struktur der Fragen

Die Fragebögen wurden im Sinne eines umfassenden Forschungsansatzes an alle institutionellen Investoren in der Schweiz, Liechtenstein, Deutschland und Österreich verschickt. Zu diesen gehörten die folgenden Institutionen:

Befragte Investoren

- Alle Pensionskassen in der Schweiz und in Liechtenstein mit Mitgliedschaft beim Schweizerischen Pensionskassenverband ASIP
- Alle Lebensversicherungsunternehmen in der Schweiz mit Mitgliedschaft im Schweizerischer Versicherungsverband ASA-SVV
- Alle Stiftungen in der Schweiz mit Mitgliedschaft bei SwissFoundations
- Alle Pensionskassen in Deutschland aus der Datenbank der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin und der Datenbank des Verbands der Firmenpensionskassen (VFPK)
- Alle Lebensversicherungen in Deutschland aus der Datenbank der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin
- Alle berufsständischen Versorgungswerke in Deutschland aus der Datenbank der Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen (abv)
- Alle Pensionskassen in Österreich mit Mitgliedschaft bei der Wirtschaftskammer Österreich (WKO)
- Alle Lebensversicherungsunternehmen in Österreich mit Mitgliedschaft beim Versicherungsverband Österreich (VVÖ)

Die Erhebung fand zwischen Juli und September 2014 statt, und die Datensätze wurden mithilfe der Statistiksoftware SPSS im Oktober und

Durchführung im Jahr 2014

November 2014 analysiert. In Summe wurden alle Antworten allgemein, nach verhaltensbasierten Kriterien, nach Herkunft der Institutionen und nach Höhe der Kapitalanlagen ausgewertet, wobei die Schweizer Institutionen im Mittelpunkt der Auswertungen standen.¹³

Zwei Clusteranalysen

Im Rahmen der Auswertungen wurden zwei Clusteranalysen durchgeführt, die auf den Ergebnissen des Fragebogens beruhten und auch in den nachfolgenden Ausführungen erläutert werden.

2.2 Clusteranalyse für direkte Immobilieninvestitionen

Organisationsstruktur des REAM

Zuerst erfolgte eine Clusteranalyse für den Bereich der direkten Immobilieninvestitionen. Diese basierte auf der Zuordnung der aktuellen Organisationsstruktur des Real Estate Asset Management, ausgedrückt mittels 15 Variablen aus den Bereichen Strategie (vier Funktionen), Transaktionen (zwei Funktionen), Management (sieben Funktionen) und Reporting/Controlling (zwei Funktionen), sowie der Bewertung der Möglichkeit der Fremdvergabe dieser Funktionen. Die hieraus abgeleiteten drei Cluster wurden in einem zweiten Schritt genutzt, um die weiteren Antwortmuster zu analysieren, u. a. in den Bereichen Rendite, Auswahl eines Real Estate Asset Management, Motive für und gegen die Fremdvergabe von Dienstleistungen, Immobilienstrategien oder Einsatz einer Real-Estate-Asset-Management-Software.

2.3 Clusteranalyse für indirekte Immobilieninvestitionen

Motive für indirekte Immobilien- investitionen

Daraufhin wurde eine zweite Clusteranalyse für den Bereich der indirekten Immobilienanlage durchgeführt, die auf der Bewertung von 26 Kriterien für indirekte Immobilienanlagen bei den Investoren (13 Motive im Inland und 13 Motive im Ausland) beruhte. Die daraus hergeleiteten drei Cluster bildeten die Grundlage für die weitere Untersuchung der Antwortmuster aus dem Fragebogen, u. a. in Bezug auf die Bereiche Return, geografische Verteilung der Immobilienanlagen und zukünftige Entwicklung, Motive bei der Auswahl eines Managers für indirekte Immobilienanlagen, aktuelle und zukünftige Gefässe bei Investitionen im Inland und Ausland, Bewertung eines „idealen“ Anlagevehikels und Evaluierung des derzeitigen Produktangebots im Inland und Ausland.

Real Estate Asset Management
Studienergebnisse zu direkten und indirekten
Immobilieninvestitionen in der Schweiz, Deutschland
und Österreich
Trübestein, M. (Hrsg.)
2015, XX, 346 S., Softcover
ISBN: 978-3-658-08783-8