

Internationale Immobilienanlagen

Grundsatzentscheide

Schweizer Pensionskassen haben diverse Möglichkeiten, um in Immobilien zu investieren. In der breiten Palette von Anlagemöglichkeiten müssen insbesondere die unterschiedlichen Risikoeigenschaften analysiert werden.

Durch Ausnutzung der Auslandsimmobilienquote können Anleger eine messbare Effizienzsteigerung ihres Portfolios erzielen. Diese Veränderungen stellen allerdings neue Anforderungen an institutionelle Anleger.

Die deutliche Zunahme des Anlegerinteresses hat auch zu einer Flut von neuen Produktangeboten geführt. Der globale FTSE EPRA Nareit Index enthält 292 kotierte Immobiliengesellschaften und REITs, daneben stehen mehr als 200 nicht kotierte Immobilienfonds zur Zeichnung offen. In der Schweiz gibt es darüber hinaus zehn Teilvermögen von Anlagestiftungen, die auf internationale Immobilienanlagen spezialisiert sind, und es werden jährlich mehr als 100 Partnerships aufgelegt, die sich auf kapitalgewinnorientierte Immobilienanlagen konzentrieren. Verschiedene Banken bieten Baskets und strukturierte Produkte auf die verschiedenen Benchmarks an, welche die Umsetzung einer passiven Indexreplikation ermöglichen.

Strategie

Eine internationale Immobilienstrategie kann nicht einfach durch eine beliebige Beteiligung umgesetzt werden, sondern es müssen vorab die Eckpfeiler definiert werden, an denen sich die Produktauswahl zu orientieren hat.

Zunächst einmal stellt sich die Frage, ob eine internationale Immobilienstrategie durch Direktanlagen oder indirekt durch Anlagen in Fonds oder Anlagegesellschaften verfolgt wird. Für die meisten Pensionskassen ist diese Frage jedoch schnell beantwortet: Direkte Immobilienanlagen im Ausland kommen für sie aus Effizienzgründen nicht in Frage, da der hierzu not-

wendige Bewirtschaftungsapparat zu aufwendig ist. Der eigentliche Entscheidungsprozess beginnt deshalb mit der Definition der Umsetzungsstrategie im Hinblick auf indirekte Anlageformen. Folgende Grundsatzentscheide sind zu treffen:

- Anlagestrategie: Höhe der Gewichtung ausländischer Immobilienanlagen.
- Anlageziel: Gewichtung von Einkommen und Kapitalertrag.
- Liquidität: kotierte oder nicht kotierte Anlagen.
- Anlagestil: aktiv oder passiv.

Andere Märkte, andere Risikoeigenschaften

Traditionell zeichnen sich Immobilienanlagen in der Schweiz durch eine gute Einkommensrendite und einem gewissen Inflationsschutz bei geringer Volatilität aus. Diese Anlageerfahrung vieler Pensionskassen in der Schweiz reflektiert auch den relativ hohen Anteil an Wohnliegenschaften in den Portfolios inländischer institutioneller Investoren: Wohnliegenschaften haben in der Vergangenheit im Vergleich zu Büro- und Gewerbeliegenschaften eher geringe Mietzins- und Leerstandsschwankungen verzeichnet und waren daher als Anlageform besonders stabil.

Dies ist indes in Auslandsmärkten nicht ohne Vorbehalt replizierbar. Zum einen sind Wohnliegenschaften tendenziell in institutionellen Anlagegefässen für Auslandsimmobilien viel tiefer gewichtet, zum anderen sind Mietzins- und Leerstandsschwankungen in vielen ausländischen Märkten we-

sentlich höher als in der Schweiz. Investoren müssen sich daher auf eine grössere Volatilität ihrer ausländischen Immobilienanlagen im Vergleich zu inländischen Immobilien einstellen, auch wenn aufgrund der unterschiedlichen Marktzyklen der Diversifikationseffekt zu einem insgesamt geringeren Anlagerisiko führt. Hinzu kommt der Währungseinfluss, der die Volatilität zusätzlich steigert.

In Kürze

- > Ausländische Immobilienportfolios erzielen nicht immer regelmässige Cashflow-Renditen
- > Investoren müssen deshalb definieren, wo sie ein Schwergewicht sehen wollen

Hohe Cashflows oder hohe Rendite (nach Steuern)?

Bei inländischen Anlagen dominiert in der Regel das Einkommen aus Zinserträgen den Gesamtertrag. Eine solche Cashflow-Orientierung kann auch bei ausländischen Immobilienanlagen erreicht werden, indem die Anlagen auf erstklassige, gut vermietete Immobilien konzentriert werden. Andere Fonds (sogenannte opportunistische Fonds) konzentrieren sich auf das Erzielen von Kapitalgewinn beim Verkauf von Immobilien. Deren Strategie steht im Gegensatz zur traditionellen Buy-and-hold-Strategie mit regelmässigen Mietzeinsinnahmen.

Liquidität oder Diversifikation?

Weiter stellt sich die Frage der Gestaltung eines internationalen Immobilienportfolios: Soll man seine Anlagen über ko-

Autor

Stefan Hepp
Dr. oec., CEO und
Gründer der SCM AG,
Zürich



tierte Instrumente tätigen und dabei einen reduzierten Diversifikationseffekt aufgrund der höheren Börsenkorrelation in Kauf nehmen? Oder soll man auf Liquidität verzichten und in nicht kotierte Fonds investieren, die einen Ausstieg oft nur über einen längeren Zeitraum nach Ablauf von Bindefristen vorsehen und dafür den Vorteil geringerer Wertschwankungen und engerer Anbindung der Wertentwicklung an den Zyklus der Immobilienmärkte erlangen?

Diese Fragen stellen sich nicht bei den opportunistischen Fonds, da diese zur Projektentwicklung gebundenes Kapital benötigen und daher in aller Regel ähnlich

wie Private-Equity-Fonds als Limited Partnership mit zehnjähriger Laufzeit organisiert sind.

Manager-Selektion oder passive Indexreplikation?

Der Manager-Evaluation und -Selektion kommt ein zentraler Stellenwert zu, handelt es sich doch um eine Anlagekategorie, in der lokales Marktwissen, unternehmerisches Flair sowie die Fähigkeit, Wert- und Ertragssteigerungen bei Immobilien erfolgreich umzusetzen, entscheidend sind.

Bei nicht kotierten Immobilienfonds besteht eine tendenziell höhere Konzent-

ration des Managerrisikos, da weniger Fonds gehalten werden, wohingegen bei kotierten Fonds und REITs die Streuung des Managerrisikos problemlos möglich ist und sogar in Form einer passiven Anlage durch Indexabbildung erfolgen kann. Letztere Strategie erfreut sich zunehmender Beliebtheit bei Pensionskassen, da die wissenschaftliche Evidenz für eine systematische Outperformance durch Stock Picking genauso wenig gegeben ist, wie dies bei traditionellen Aktienanlagen der Fall ist. ■