

Bei Immobilien ist der Schritt ins Ausland anspruchsvoll, aber lohnend

Mit dem VW Käfer nach Rimini

Ein grösseres Angebot macht einen Entscheid nicht leichter:

Während man früher mit dem eigenen Auto in Nachbarländer fuhr oder Gruppenreisen buchte, stehen heute eine Fülle von Möglichkeiten zur Reisegestaltung offen. Auch bei Immobilieninvestitionen ist die Reise ins Ausland anspruchsvoll und die Angebotsfülle mitunter verwirrend.

IN KÜRZE

Es gibt keine ideale Einheitslösung für globale Immobilieninvestitionen.

Pensionskassen sollten nicht vergessen, dass sie durch ihre Schweizer Immobilien dem europäischen Raum bereits ein sehr hohes Gewicht geben.

Wenn eine Pensionskasse sich dazu entschliesst, in ausländische Immobilien zu investieren, ist es naheliegend, auch ausländische Anlagevehikel in Betracht zu ziehen. Dies nicht zuletzt aus Kostenüberlegungen. Während in den meisten Anlagebereichen der Schweizer Markt hinsichtlich Kosten hoch kompetitiv ist, bildet der Immobilienbereich hier eine unrühmliche Ausnahme (die «NZZ» sprach unlängst von einem Gebührenkartell).

Das ideale Standardprodukt, also quasi die perfekte All-inclusive-Reiselösung, wäre ein bekanntes und bewährtes, kosteneffizientes und global diversifiziertes Core Investment. Dieses Produkt lässt sich aber auch im Ausland kaum finden. Dies hat drei Gründe:

- Auch ausländische Investoren haben einen Home Bias, sprich investieren lieber im eigenen Land und suchen zunächst nach einer Diversifikation im Inland.
- Die optimale Allokation ist auch von der Währung der Verpflichtungen des Anlegers und länderspezifischen steuerlichen Regelungen abhängig.
- Unterschiedlich transparente und effiziente Märkte erfordern unterschiedliche Anlagestrukturen.

Die Qual der Wahl ausländischer Produkte provoziert die Fragen der Abgrenzung von Immobilien Ausland gegenüber anderen Anlageklassen. Da die Systemgrenzen fließend sind, muss die Pensionskasse das Anlageuniversum aus ihrer eigenen Investmentlogik heraus aktiv definieren. Neben technischen Auswirkungen (Zuweisung nach BVV 2, Anlagelimiten) hat diese Frage auch eine psychologische Komponente für den

Stiftungsrat. Je nach Kategorienzuteilung kann, um das Bild des Reisens aufzugreifen, eine inhaltlich ähnliche Reise als normale Städtereise oder als gewagter Abenteuerurlaub wahrgenommen werden. Hier einige konkrete Orientierungshilfen:

- Immobilienanlagen mit einer endlichen Laufzeit (closed-end Strukturen) werden häufig Private Equity zugewiesen. Zudem müssen gemäss BVV 2 alle Investments mit einer Fremdkapitalquote (Leverage) von über 50 Prozent den alternativen Anlagen zugeordnet werden.
- Engagements in Marktsegmente, für die kein Marktindex (Benchmark) existiert, sind Wetten auf das Management und können deshalb auch den Hedge Fonds zugeordnet werden.
- Kotierte Immobilieninvestments werden üblicherweise unter Aktien geführt. Dies vor allem, wenn Immobilienengesellschaften Teil eines indexnahen Aktienmandats sind.
- Bauten wie Autobahnen, die keine Drittverwendbarkeit aufweisen, sind eigentlich Kredit- und keine Marktrisiken und werden deshalb gerne den Infrastrukturanlagen zugewiesen.

Ist die Schweiz Teil der Welt?

Sind die Grenzen des Anlageuniversums gezogen, stellt sich die Frage der Einordnung in die Anlagestrategie. Sind Immobilien Ausland Teil der bestehenden Immobilien-Allokation oder wird dafür eine neue Anlagekategorie geschaffen? Im anhaltend tiefen Zinsumfeld neigen etliche Pensionskassen dazu, den Anteil auszubauen, sprich eine separate Kategorie Immobilien Ausland zu schaffen. Andere, die ihre bisherige strategi-



Andreas Loepfe

Geschäftsführer
INREIM AG,
Managing Director
CUREM, Universität Zürich

sche Allokation nicht erreichen, werden das Ausland vielleicht als Teil der bisherigen Allokation verstehen.

Wenn das Ausland als Ersatz für Schweizer Anlagen dient, ist es auch legitim, in sehr ähnliche Märkte wie die Schweiz zu investieren, also den Home Bias zum Beispiel nach Deutschland auszuweiten. Deutschland war in den vergangenen Jahren besser investierbar und hatte höhere Renditen. Doch zur Diversifikation kann es aufgrund der hohen Korrelation wenig beitragen.

Bei aller Freude über die Stabilität der Cashflows darf nicht vergessen werden, dass auch hierzulande Immobiliencrashes schon Preiseinbrüche von 40 Prozent und mehr zur Folge hatten. Pensionskassen mit einem signifikanten Anteil Schweizer Immobilien sollten deshalb ihren Home Bias nicht weiter ausdehnen, sondern diversifizieren.

Wette auf Kontinente entscheidet

Verschiedene Studien lassen den Schluss zu, dass die Aufteilung der Mittel auf die Kontinente Amerika, Europa und Asien/Pazifik den Haupttreiber der Performance darstellt. Afrika und Südamerika spielen in der Regel kaum eine Rolle. Zur Gewichtung der Kontinente können als pragmatischer, quasi-passiver Ansatz Schätzungen des realwirtschaftlichen Immobilienanlagevermögens herangezogen werden (siehe Grafik).

Sind die Gewichte definiert, stellt sich die Frage, ob die Schweiz als Teil von Europa betrachtet werden soll. Falls ja, sind häufig zusätzliche Investments in Europa gar nicht mehr möglich. Immobilien-Ausland verteilt sich dann auf

Nordamerika und Asien/Pazifik. Selbstverständlich können in einer weniger radikalen Variante noch weitere europäische Länder mit einer niedrigen Korrelation zur Schweiz berücksichtigt werden. Wird das Engagement im Schweizer Immobilienmarkt aber konsequent in die Überlegungen einbezogen, schliessen sich ideal verteilte gesamteuropäische und globale Produkte eigentlich aus.

Investoren sollten sich bewusst sein, dass die Berücksichtigung des Home Bias den Interessen der global agierenden Investmentmanager entgegenläuft. Diese möchten ihre internationalen Plattformen möglichst vielen Anlegern anbieten. Ein Reiseanbieter, der eine Weltreise für alle konzipiert, wird den Eiffelturm und ein Zeitfenster für Shopping in New York ins Programm aufnehmen, auch wenn dies für Franzosen und US-Amerikaner nicht zur Idee der Weltreise passt. Im Übrigen sprechen, um zu den Immobilien zurückzukehren, auch unterschiedliche steuerliche Regimes und Währungsabsicherungskosten gegen «One-size-fits-all»-Produkte.

Eine repräsentative Stichprobe reicht

Je nach Markttransparenz und -liquidität sind unterschiedliche Anlagestrukturen optimal. Im Grundsatz gilt: Je liquider der Markt, desto direkter sollte investiert werden. In sehr transparenten Märkten wie den USA existieren diversifizierte Produkte, die dem Marktindex nahekommen. Allerdings brauchen auch diese Produkte etwas Geduld, bis ein zusätzliches Volumen auch wirklich investiert ist. Für weniger transparente und liquide Marktsegmente ist eine Fund-of-

Fund-Struktur vielleicht sinnvoller, auch wenn diese nicht nur zusätzliche Managementkosten, sondern auch ein zusätzliches Illiquiditätsrisiko mit sich bringt.

Eine vollständige Abdeckung des globalen Immobilieninvestment-Universums ist allerdings nicht anzustreben. Eine wichtige Lektion aus der Finanzkrise ist, dass die Kosten der Abdeckung vieler kleiner und exotischer Märkte deren zusätzliche Diversifikationseffekte nicht rechtfertigen. Stattdessen reicht es, in den gewichtigen Marktsegmenten mit einer repräsentativen Stichprobe vertreten zu sein. Auf jeden Fall ist ein perfekt diversifiziertes Immobilien-Ausland-Exposé viel zu teuer, wenn es lediglich dazu dient, den Immobilien-Home Bias zu diversifizieren. Auch hier gilt es bei Gesprächen mit Investmentmanagern die divergierenden Interessen im Auge zu behalten. Hinsichtlich Gebühren kann eine Überdiversifizierung für Anbieter durchaus interessant sein.

Internes Wertschöpfungspotenzial

Die Grösse und Heterogenität des globalen Immobilien-Anlageuniversums kann als Chance für mittlere und grössere Pensionskassen verstanden werden, mit eigener Strukturierung Mehrwert zu generieren. Wenn beispielsweise bei einem Anlagevolumen von 50 Mio. Franken aufgrund reduzierter Kosten oder effizienterer Diversifikation eine Renditeverbesserung von 0.5 Prozentpunkten erreicht wird, können jährlich bis zu 250 000 Franken für entsprechende Strukturierungen und das Controlling verwendet werden. Ab einem Investitionsvolumen von rund 100 Mio. Franken lohnt es sich allenfalls, einen Fund-of-Funds durch einen Separate Account zu ersetzen. So spart die Pensionskasse Gebühren und wird als direkte Fondseigentümerin nicht zusätzlichen Illiquiditätsrisiken ausgesetzt.

Das interne Know-how dient der Kasse dazu, die externen Manager besser führen zu können; im Besonderen da, wo die Interessen nicht gleichgerichtet sind. Je mehr Reiseerfahrung ich habe und je mehr ich über die Destinationen der Reise weiss, desto besser kann ich meine Reise planen und desto weniger bin ich Reiseanbietern ausgeliefert, denen es neben meinem Wohl auch um dasjenige ihres eigenen Kontos geht. |

