

## SPIELREGELN



## Ausgezeichnetes und nützliches Arbeitsinstrument

für den Anleger, der einen Überblick über die verschiedenen rechtlichen Regelungen verschaffen will, die in der Anlageberatung und in der Vermögensverwaltung von Bedeutung sind.

für den Kundenbetreuer, der damit Zugriff auf ausführliche Informationen über seine Sorgfaltspflichten im umfassenden Sinn gewinnt.

Das Bankgeheimnis und die politische Stabilität tragen mit zum Erfolg des Finanzplatzes Schweiz bei. Diese Stabilität beinhaltet ebenfalls die Ausgestaltung des Rechtssystems, d. h. die angemessene Regulierung für Anleger und Anbieter von Dienstleistungen. Dieses dichte Netz von Gesetzen, brancheneigenen Richtlinien, Geboten und Verboten wird im Buch ausführlich und leicht verständlich geschildert. Der wertvolle Leitfaden enthält ausser den Texten der wichtigsten Richtlinien der Bankiervereinigung und der Geldwäschereiverordnung der Bankkommission ein umfangreiches Stichwortverzeichnis.


**Ja, ich bestelle**

Exemplar(e) «Die Spielregeln des Private Banking in der Schweiz» zum Einzelverkaufspreis von Fr. 57.–/52.– für FuW-Abonnenten, inkl. MwSt., exkl. Versandkosten (Mengenrabatt auf Anfrage).

Abo-Nr. \_\_\_\_\_

Firma \_\_\_\_\_

Name \_\_\_\_\_

Vorname \_\_\_\_\_

Strasse/Nr. \_\_\_\_\_

PLZ/Ort \_\_\_\_\_

Tel. P \_\_\_\_\_

Tel. G \_\_\_\_\_



**Ohne geht's nicht.**

Versandhandel, Postfach, 8021 Zürich  
Telefon 044 298 35 35, Fax 044 298 35 00  
versand@fuw.ch, www.fuw.ch

Asset-Allocation-Strategie für institutionelle Investoren – Modell, um Rendite-Risiko-Profil zu überprüfen

# Immobilien sind ein guter Grund für Anlagen

Von Stephan Kloess

Institutionelle Investoren haben weltweit 7,2 Bio. \$ in Immobilien plaziert. Nicht nur direkten Anlagen in Liegenschaften, sondern auch indirekte Investitionsformen nehmen dabei ständig an Bedeutung zu. Vor dem Hintergrund der Entwicklung am Kapitalmarkt und der Zinsen stellt sich vermehrt die Frage nach der optimalen Allokation in den Immobilienmärkten.

Institutionelle Investoren in Europa begannen ihre Immobilienquoten in den letzten zwei Jahren zu erhöhen oder haben dies noch vor. Insgesamt liegt die Immobilienquote im Durchschnitt zwischen 5 und 8%. Der von der Credit Suisse erhobene Schweizer Pensionskassen-Index weist eine Immobilienquote per Ende 2006 von 14% aus. Deutsche Institutionelle haben als Zielkorridor 6 bis 10%, während niederländische Pensionsfonds, bereits von einem Niveau von 7 bis 8% startend, als Zielquote 10 bis 15% anvisieren.

## Die optimale Quote

Je nach Erfahrung und wissenschaftlicher Untersuchung liegt die optimale Immobilienquote in einem institutionellen Portfeuille zwischen 10 und 25%. Ein grosser Bereich, der je nach Marktverfassung gestaltet werden sollte. Darüber hinaus streben Indexprodukte sowie Derivate auf den Markt. Kurzum, Immobilienanlagen nehmen eine solide Stellung unter den Assetklassen ein, deren Vorteile klar und deutlich sind: Sie sind Quelle für Diversifikation, dienen als Absicherung gegen unerwartete Inflation, sorgen für stabile Cashflows und sind Lieferant von hohen absoluten Returns. Die Frage ist jedoch, wie die Mittel über die unterschiedlichen Anlageformen sinnvoll und zielorientiert alloziert werden sollen.

Immobilien stellen ca. 15% des gesamten globalen Anlagemarkts dar. Rund 80% der Immobilienanlagen sind direkte Investments. Im indirekten Markt teilen sich die privaten und die kotierten Vehikel den Markt ungefähr im Verhältnis ein zu zwei Drittel. Diese Verhältnisse geben bereits einen Hinweis auf mögliche Wachstumsraten der Zukunft. Darüber hinaus existieren in Segmenten, die den privaten Investoren und den Corporates zugerechnet werden, hohe Immobilienvermögen, die zunehmend in das Private- oder Public-Equity-Segment transformiert werden.

Um die Anlagemöglichkeiten einzuordnen, ist es hilfreich, ein Quadranten-Schema heranzuziehen. Unterschieden werden die Kapitalpositionen der Bilanz (Equity, Debt) sowie die Handelbarkeit der Anlagen (privat, kotiert). In Kontinentaleuropa wird im Gegensatz zum angelsächsischen Raum zur Hauptsache auf der Equity-Seite investiert. Instrumente der Debt-Seite sind zwar international vorhanden, haben sich jedoch noch nicht durchsetzen können. Das Quadranten-Modell eignet sich, um Fragen der Asset Allocation im Immobilienbereich zu beantworten.

## Strategie heisst Verzicht

In was investiere ich? Direkt in periphere Lagen oder Kleinstädte, Hotels oder Wohnen, oder Logistik? Welche Anlage hat mehr Risiko, das Gebäude an der Zürcher Bahnhofstrasse oder das in La Chaux-de-Fonds? Investiere ich indirekt, so benötige ich Informationen über die dem Vehikel zugrundeliegende Investitionsstrategie sowie das Fundmanagement: Ist das Vehikel kotiert oder privat? Ist das Vehikel an sich in seinem Portfolio diversifiziert, oder verfolgt es eine Nischenstrategie? Investiere ich in reale Cashflows oder in Wertsteigerung, und welchen Investmentstil verfolgt das Vehikel? Core, Core plus oder Value Added? Investiert das Vehikel national oder international, und wenn ja, wo?

Resultate der empirischen Forschung zeigen, dass der Investmentstil wesentlichen Einfluss auf die Performance hat. In einer Untersuchung hat sich der Specialist Style mit einem Total Return von 12,3% gegenüber dem Durchschnitt von 11,3% deutlich abgesetzt. Darüber hinaus hat die Spezialisierung der kotierten Immobiliengesellschaften einen positiven Einfluss auf die Kursprämie, wenn sich diese auf Sektoren und/oder Stile konzentriert, sowie eine nationale geografische Diversi-



Standort und Nutzung, im Bild Bürobauteile in London, bestimmen das Risiko von Immobilienanlagen.

BILD: BLOOMBERG

fikation vornehmen. Internationale Diversifikation gibt keine Prämie per se, und Portfoliogrösse hat überraschenderweise keinen signifikanten Einfluss. National fokussierte Nischenstrategien werden bevorzugt, und darüber hinaus zieht es der Investor vor, die Diversifikation im eigenen Portfolio vorzunehmen und diese nicht dem Anlagevehikel zu überlassen.

Die Asset Allocation sollte ausgehen von Überlegungen zu den Begriffen Rendite, Liquidität und Risiko. Das Quadranten-Schema als auch eine Übersicht der Investmentstile (Core, Core plus, Value Added, Opportunity) liefern die notwendigen Inhalte. Für die Allokation sollten Aussagen getroffen werden zu der geografischen Aufteilung (Europa, NAFTA, Asia-Pacific), den Nutzungsarten, den Quoten zwischen direkten und indirekten Anlagen, den Quoten zwischen privaten und kotierten Instrumenten sowie der sektoralen Diversifikation, die direkte und indirekte Vehikel einbeziehen sollte.

## Quadranten-Modell

Mit ihren Rendite-Risiko-Eigenschaften soll die Immobilienanlage Aktien und Bonds ergänzen. Ist die Korrelation direkter Immobilienanlagen mit Bonds und mit Aktien eher gering, verhalten sich indirekte Anlagen unterschiedlich. Über die vier Quadranten (vgl. Grafik) sind die Korrelationen aus Investorensicht attraktiv und zeigen, dass sich das Schema bestens eignet, um die Asset Allocation zu unterstützen. Lediglich die Korrelation zwischen Private und Public Debt ist mit 0,95 nahezu perfekt. Alle anderen Korrelationen liegen dagegen zwischen -0,36 (Public Debt zu Private Equity) und 0,17 (Private Debt zu kotierten Aktien), womit die Anlagen nicht miteinander korrelieren. Public Debt korreliert fast perfekt zu Bonds. Private Debt und Public Equity

korrelieren mit Bonds und Aktien. Im Gegensatz dazu ist das Korrelationsverhalten von Private Equity sehr nahe an der Direktanlage. Somit hat diese Form die besten Diversifikationseigenschaften. Hieraus lässt sich auch die hohe Attraktivität der nichtkotierten Vehikel erklären.

Die indirekten Investments erreichen in Europa ein Volumen (ohne deutsche offene Fonds) von 890 Mrd. €. Public und Private Equity, die beiden aus kontinentaleuropäischer Sicht bisher betrachteten Quadranten, haben ein Volumen von ca. 665 Mrd. und 225 Mrd. €. Der Bereich der kotierten Immobilienaktien ist dabei der am schnellsten wachsende Quadrant. Mit 250% Wachstum seit 2002 und 27% allein im letzten Jahr hält das Wachstum unverändert an. 307 kotierte Unternehmen weisen eine Marktkapitalisierung ihres Free Floats von rund 665 Mrd. € auf. Alle Titel sind im FTSE Epra/Nareit Global Listed Real Estate Index enthalten. Darüber hinaus ist festzuhalten, dass die kotierten Immobilienanlagen in den vergangenen Jahren sowohl Bonds als auch Aktien outperformt haben. Dies mit einem deutlich besseren Rendite-Risiko-Verhältnis. Der Bereich Private Equity macht zurzeit ca. 225 Mrd. € aus, die in rund 450 Vehikeln am Markt tätig sind. Hier beträgt das jährliche Wachstum der neu hinzukommenden Instrumente knapp 10%.

Über die Hälfte der Fonds, bezogen auf die Anzahl und das Volumen, sind diversifizierte Fonds über die Nutzungsarten. Spezialisiert dagegen sind die Vehikel hinsichtlich der Geografie. Weit über die Hälfte sind Single-Country-Fonds. Investoren glauben grundsätzlich eher an die spezifische geografische Kompetenz, als an geografische Diversifizierung. Eine Alternative ist die Spezialisierung auf eine Nutzungsart, in die europaweit investiert wird. Hier existieren jedoch nur einzelne Produkte, die nur erfolgreich sind, wenn

die Story durchgängig stringent ist und die Kompetenzen sowie der Track Record der Beteiligten transparent ist.

Interessant aus Investorensicht werden die kommenden Jahre, da zusätzlich zum jährlichen Wachstum eine erhebliche Zahl an Fonds das Ende ihrer Laufzeit erreichen. Zwischen 2007 und 2016 laufen ca. 241 Vehikel mit einem Volumen von ca. 115 Mrd. € aus. Spitzenreiter wird das Jahr 2010 sein, in dem ca. 36 Vehikel mit einem Volumen von ca. 14 Mrd. € auslaufen. Ganz so dramatisch, wie die Zahlen es erscheinen lassen, ist die Situation nicht. Das Fundmanagement hat die Möglichkeit in Absprache mit den Investoren die Laufzeiten zu verlängern, dem aufgrund des Anlagedrucks wahrscheinlich viele Investoren zustimmen werden.

## Nachholbedarf

Das Wachstum wird sich, glaubt man den diversen Auguren, fortsetzen. Zu gross ist der Nachholbedarf. Nicht nur in Europa, sondern auch in Asien werden die Immobilienquoten in den nächsten Jahren erhöht werden müssen, um über alle Assets eine sinnvolle Allokation zu erhalten. Darüber hinaus werden die aufstrebenden Volkswirtschaften ebenfalls einen zunehmenden Anlagebedarf entwickeln. Auch ohne den Zufluss von neuen Geldern, würde allein das durchschnittliche Kapitalanlagewachstum der bestehenden Portfolios in Kombination mit der Erhöhung der Immobilienquoten ausreichen, um ein nennenswertes Wachstum des Immobilienanlagebereiches sicherzustellen.

Indirekte Anlagen machen erst ca. 13% des gesamten Anlageuniversums aus. Aufgrund der Nähe zur Direktanlage und den damit einhergehenden Eigenschaften, wird die Kategorie Real Estate Private Equity weiter attraktive Wachstumsraten aufweisen können – immer vorausgesetzt – die Attraktivität und Qualität der Underlying Assets hält Schritt. Dies ist unabdingbare Voraussetzung.

Die Herausforderung wird darin liegen, auf der gesamten Klaviatur der Möglichkeiten der Asset Allocation zu spielen. Hierfür eignet sich das Vier-Quadranten-Schema nicht nur als Strukturierungshilfe für die Anlagemöglichkeiten, sondern ist als solche ein probates Instrument zur Bestimmung der eigenen Asset Allocation, des damit einhergehenden Risikos und damit als Input für ALM-Betrachtungen. Hier leistet das Vier-Quadrant Schema einen wertvollen Beitrag.

Dr. Stephan Kloess ist Real Estate Investment Advisor des Beratungsunternehmens Immobilienkonzepte für Institutionen. Er ist ebenfalls Delegierter des Verwaltungsrats des Center for Urban and Real Estate Management (Curem) in Zürich.

## Anlageuniversum mit breiter Diversifikation

	Privat	Kotiert
<b>Equity</b>	<b>Direktinvestitionen</b> Indirekte Investitionen - Private Real Estate Funds - Joint Ventures - Stub Equity in Debt Securitization - Closed-End Mutual Funds	<b>Indirekte Investitionen</b> - Immobilienaktien/ETF - Funds of Funds - Real Estate Trusts (Reit) - Limited Partnerships - Derivative
<b>Debt</b>	<b>Indirekte Investitionen</b> - CMBS (Commercial Mortgage-backed Securities) Investment Grade/Non-Investment Grade, rated/unrated - Privatplazierte Convertibles kotierter Gesellschaften - Vorrangige Senior Debt - Mezzanine Debt	<b>Indirekte Investitionen</b> - CMBS (Commercial Mortgage-backed Securities) Investment Grade/Non-Investment Grade, rated/unrated - Ungesicherte Verbindlichkeiten - Perpetual Preferred Stocks

Quelle: SK / Grafik: FuW/IC