

# Immobilien-Anlagestrategie

Eckpunkte des Entscheidungswegs

**Die Entwicklungen an den Kapitalmärkten sowie die Zinslandschaft der letzten Jahre haben den Immobilienanlagen zu neuer Bedeutung verholfen. Fragen nach der Anpassung der Immobilienstrategie, nach der optimalen Höhe der Immobilienquote sowie nach den Diversifikationseigenschaften von direkten und/oder indirekten Immobilienanlagen beschäftigen viele Pensionskassen.**

Das europäische Anlageuniversum der Immobilienanlagen hat sich in den letzten Jahren enorm erweitert und umfasst aktuell circa 6 Billionen Euro. Indirekte internationale Investments sind im Trend, die institutionellen Investoren in Europa haben ihre Immobilienquoten erhöht oder haben dies, aufgrund des zurzeit bestehenden Anlage-drucks, noch vor zu tun.

Insgesamt liegt der Immobilienanteil in Portfolios europäischer Pensionsfonds im Durchschnitt zwischen 5 und 8 Prozent. Deutsche Institutionelle haben als Zielkorridor der Immobilienquote 6 bis 10 Prozent. Niederländische Pensionsfonds, bereits von einem Niveau von 7 bis 8 Prozent startend, visieren als Zielquote 10 bis 15 Prozent an. Je nach Erfahrung oder wissenschaftlicher Untersuchung<sup>1</sup> liegt die optimale Immobilienquote zwischen 10 und 25 Prozent. Ein grosser Bereich, der – wie bei anderen Assetklassen auch – je nach Marktverfassung aktiv gestaltet werden kann und sollte. Diesem Anliegen kommen Innovationen wie Indexprodukte und Derivate entgegen. Was in der Schweiz schon lange Fakt ist, gilt also auch zunehmend für ganz Europa: Immobilienanlagen haben sich eine solide Stellung unter den Assetklassen erarbeitet.

## Vier-Quadranten-Schema

Immobilien stellen circa 15 Prozent des gesamten globalen Anlagemarktes über die Assetklassen Aktien, Obligationen

<sup>1</sup> Jon Lekander, Suggested vs. actual institutional allocations to real estate in Europe: A matter of size?; CUREM & ERES Seminar, Zürich, 2005.

und Real Estate dar. Drei Viertel dieser Immobilieninvestitionen sind direkte Investments. Im indirekten Markt teilen sich die privaten und die kotierten Vehikel den Markt im Verhältnis ein Drittel zu zwei Drittel.

Um die Anlagemöglichkeiten einzuordnen, kann man sich des Vier-Quadranten-Schemas bedienen. Unterschieden werden die beiden Seiten der Bilanz (equity [Eigenkapital], debt [Fremdkapital]) sowie die Handelbarkeit (private, public) der Anlagen.

### In Kürze

- > Ein Immobilienportfolio hat nicht nur einen Diversifikationseffekt auf die gesamten Anlagen, sondern sollte auch in sich diversifiziert sein
- > Im europäischen Raum ist ein Immobilienanteil von 5 bis 10 Prozent des Anlagevermögens üblich, Tendenz steigend

In Kontinentaleuropa wird – im Gegensatz zum angelsächsischen Raum – hauptsächlich auf der Eigenkapital-Seite investiert. Instrumente der Fremdkapital-Seite sind zwar international vorhanden, haben sich jedoch in der Breite noch nicht durchsetzen können.



### Stephan Kloess

Dr. oec., Real Estate Investment Advisor für institutionelle Investoren, Delegierter des Verwaltungsrats von CUREM, Zürich

Auch Fragen der Strategieentwicklung können mit Hilfe der vier Quadranten beantwortet werden, da es sich innerhalb der vier Quadranten zu positionieren gilt. Wesentlich ist es, die Instrumente auf Basis des Immobilienmarktes zu verstehen, da bei jedem Vehikel letztendlich die physische Immobilie als «underlying asset» die Basis bildet.

### Diversifikation ist notwendig

Gründe für Immobilieninvestments gibt es viele. Früher oder später fällt der Begriff der Diversifikation. Was sollte Diversifikation leisten?

Zum einen soll die Immobilienanlage mit ihren Rendite/Risiko-Eigenschaften die Anlagen in Aktien und Obligationen ergänzen. Mass hierfür ist die Korrelation der Assetklassen. Direkte Immobilienanlagen korrelieren mit Obligationen eher negativ und mit Aktien eher nicht. Indirekte Anlagen verhalten sich dagegen anders: Nicht kotierte Instrumente korrelieren leicht, kotierte Instrumente sogar deutlich positiv mit den erwähnten Anlagekategorien.

Grafik: Anlageuniversum

		Private		Public	
		Direktanlage Indirekte Anlage	Indirekte Anlagen	Indirekte Anlagen	Indirekte Anlagen
Kontinentaleuropa	Eigenkapital	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Offene Immobilienfonds</li> <li>• Joint Venture mit Immob.-gesell.</li> <li>• Geschlossene Immobilienfonds</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Immobilienaktiengesellschaften</li> <li>• Dachfonds</li> <li>• Real Estate Trusts (REITs)</li> <li>• Immobilien-Kommanditgesellschaft</li> <li>• Derivative</li> </ul>		
	Fremdkapital	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hypothekengesicherte Wertpapiere (Gewerbeimmob.)</li> <li>• Wandelschuldverschreibung</li> <li>• Vorrangig gesicherte Verbindlichkeiten</li> <li>• Mezzanine Debt (Finanzierung mit EK und FK Eigenschaften)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hypothekengesicherte Wertpapiere auf Gewerbeimmobilien</li> <li>• Ungesichertes Darlehen</li> </ul>		

Zusätzlich sollte die Assetklasse in sich selbst diversifiziert sein. Eignen sich Direktanlagen grundsätzlich aufgrund ihrer Korrelationseigenschaften, sind sie in sich selbst in aller Regel nicht oder nur sehr schwach diversifiziert, da Direktportfolios – aufgrund der Marktkenntnisse des Managements – häufig strukturell gewachsen und regional und/oder sektoral spezialisiert sind.

Globale Diversifikation über Direktanlagen ist kein probates Mittel. Ein einfaches Rechenbeispiel zeigt dies: Ausgehend von einer durchschnittlichen Objektgrösse von 20 Mio. Franken, drei Objekten und vier Nutzungsarten je Marktregion, einer sinnvollen Anzahl Länder pro Kontinent und drei Kontinenten, ergibt sich eine notwendige Investitionssumme von circa 20 Mrd. Franken. Eine Summe, die auch von grossen Schweizer Pensionskassen nicht erreicht wird.

### 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 in der Zürcher Bahnhofstrasse oder das in La Chaux-de-Fonds? Investiere ich indirekt, so benötige ich dringend Informationen über die dem Vehikel zugrunde liegende Investitionsstrategie: Ist das Vehikel an sich in seinem Portfolio diversifiziert, oder verfolgt es eine Nischenstrategie? Investiere ich in reale Cashflows oder in Wertsteigerung?

Investiert das Vehikel national oder international und, wenn ja, wo?

Neben der Strategie haben auch verschiedene Aspekte der konkreten Umsetzung Einfluss auf die erzielte Performance: So wird auch im Immobilienbereich mehr Risiko (also etwa das Leveraging, sprich die Aufnahme von Fremdkapital) mit mehr Ertrag belohnt.<sup>2</sup> Darüber hinaus hat die Spezialisierung bei kotierten Immobiliengesellschaften einen positiven Einfluss auf die Kursprämie, wenn sie sich beispielsweise auf Sektoren und/oder Stile fokussieren sowie eine nationale geografische Diversifikation vornehmen. Internationale Diversifikation erzeugt für sich alleine keine Prämie. Auch die Grösse des Portfolios hat überraschenderweise keinen signifikanten Einfluss auf die Kursprämie.<sup>3</sup>

National fokussierte Nischenstrategien werden – aktuellen Investorenumfragen zufolge – präferiert. Darüber hinaus zieht es der Investor vor, Diversifikation im eigenen Portfolio vorzunehmen und diese nicht dem gewählten Anlagevehikel zu überlassen.

Anlagestrategien sollten von Überlegungen zu den Begriffen Rendite, Liquidität und Risiko ausgehen. Als Ergebnis re-

sultieren Ziele, die neben den drei obigen Begriffen folgende Inhalte einbeziehen:

- Länderaufteilungen,
- Quoten direkter und indirekter Anlagen,
- Quoten privater und gelisteter Vehikel sowie
- sektorale Diversifikation, die sich neben direkten auch auf indirekte Vehikel bezieht.

Bezogen auf Immobilienanlagestrategien bedeutet dies, sich auch die Frage nach der Zyklichkeit zu stellen. Bei zyklischen Investmentstrategien ist häufig unbekannt, an welchem Punkt des Zyklus der Einstieg erfolgt. Die Entscheidung, antizyklisch zu investieren, erfordert eine genaue Analyse der Märkte, der eigenen Kompetenzen sowie der Ziele der Strategie. Dann benötigt es den Mut diesen Weg auch zu gehen. Antizyklisch zu investieren bedeutet nicht, risikoreicher zu investieren – es bedeutet, den eigenen Zyklus besser verstanden zu haben.

### Fazit

Taktik ist aus Erfahrung ableitbar, Strategie nicht. In der Strategieentwicklung geht es immer um Fragestellungen, die Antworten auf die Zukunft geben sollen. Damit ist klar, dass eine gewisse Unsicherheit in Kauf genommen werden muss. Gleichzeitig ist es Ziel der Strategie, sich vom Wettbewerb abzuheben. Hierfür ist eine gute Analyse der Märkte, des Zyklus sowie des Wettbewerbs zielführend. ■

<sup>2</sup> Andrew Baum, Attribution of real estate portfolio return and manager style, European Real Estate Society Conference; Bordeaux 2000.

<sup>3</sup> Prof. Dr. Pascal Gantenbein, Performance von Immobiliengesellschaften, Schulthess; 2004.

# Stratégie du placement immobilier

Les valeurs angulaires d'un parcours décisionnel



**Stephan Kloess**  
Dr. ès sc. écon., Investment Advisor de la société «Concepts immobiliers pour institutions», délégué du conseil d'administration de la CUREM, Zurich

**Face à l'évolution des marchés des capitaux et du paysage des intérêts depuis quelques années, les placements immobiliers ont gagné une nouvelle importance. Faut-il adapter la stratégie immobilière? Quelle est la quote-part optimale d'immobilier? Quelles sont les propriétés de diversification des placements immobiliers? Autant de questions qui préoccupent de nombreuses caisses de pensions aujourd'hui.**

L'univers de placement de l'immobilier européen s'est beaucoup élargi dans un passé récent et porte actuellement sur environ 6 billions d'euros. Les investissements indirects internationaux ont la cote et les investisseurs institutionnels en Europe ont soit augmenté leur quote-part d'immobilier, soit pensent encore le faire.

Dans la moyenne européenne des fonds de pensions, l'immobilier représente entre 5 et 8% du portefeuille. Selon les expériences personnelles ou l'étude scientifique<sup>1</sup> que l'on consulte, la quote-part immobilière optimale se situerait entre 10 et 25%. Un domaine important donc qui peut et devrait être géré activement en fonction de l'état du marché, au même titre que cela se fait pour d'autres catégories d'actifs. Des innovations telles que les produits indexés ou les dérivés vont d'ailleurs dans ce sens.

## Le schéma des quatre quadrants

L'immobilier représente environ 15% du marché global des placements par le biais des catégories d'actifs actions, obligations et real estate. Les trois quarts des investissements immobiliers sont des engagements directs. Sur le marché indirect, les véhicules privés et cotés se partagent le marché dans un rapport d'un tiers à deux.

Pour classer les possibilités de placement, on peut se servir du schéma des 4 quadrants. Il prend en considération les

<sup>1</sup> Jon Lekander; Suggested vs. actual institutional allocations to real estate in Europe: A matter of size?; séminaire CUREM & ERES, Zurich, 2005

deux côtés du bilan (equity, debt), ainsi que la négociabilité (private, public) des placements.

A l'appui des quatre quadrants, on peut aussi répondre à des questions concernant l'évolution de la stratégie, puisqu'il faudra se positionner à l'intérieur des quatre quadrants. Ce qui compte, c'est de comprendre les instruments sur la base du marché immobilier, étant donné que l'immeuble en tant qu'actif sous-tendu constitue en fin de compte la base de chaque véhicule.

### En bref

- > Un portefeuille immobilier n'exerce pas seulement un effet de diversification sur l'ensemble des placements, il doit aussi être intrinsèquement diversifié
- > Dans l'espace européen, une proportion de 5 à 10% d'immobilier constitue la norme, la tendance étant orientée à la hausse

## Il faut diversifier

Les raisons pour investir dans l'immobilier sont multiples. Mais tôt ou tard, on sera confronté à la question de la diversification. Que doit accomplir la diversification?

Pour commencer, le placement immobilier avec ses propriétés de risque et de rendement doit compléter les placements en actions et en obligations, la corrélation des catégories d'actifs servant ici de référence. Les placements immobiliers directs ont une corrélation plutôt négative avec les obligations, mais non avec les actions. Le comportement des placements indirects est différent: les instruments non cotés affichent une corrélation légèrement positive avec les catégories de placement susmentionnées, pour les instruments cotés, elle est même nettement positive.

En plus, il faudrait une diversification au sein même de la catégorie d'actifs. Si les placements directs conviennent en principe en raison de leurs propriétés corrélatives, leur diversification interne est généralement faible ou non existante, car les portefeuilles directs, composés par le management sur la base de ses connaissances du marché, ont souvent poussé avec les structures et présentent une spécialisation régionale et/ou sectorielle.

La diversification par le biais de placements directs n'est pas un moyen probant. Un simple exemple de calcul suffit à

Graphique: Univers de placement

		Particuliers	Public
Europe continentale	Capital propre	<b>Placement direct</b> <b>Placement indirect</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• fonds immobiliers ouverts</li> <li>• joint venture avec soc. immob.</li> <li>• fonds immobiliers fermés</li> </ul>	<b>Placements indirects</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sociétés immobilières p. actions</li> <li>• fonds faitier</li> <li>• real estate trusts (REITs)</li> <li>• société immobilière en commandite</li> <li>• dérivés</li> </ul>
	Capital tiers	<b>Placements indirects</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• titres garantis par hypothèque (immeubles comm.)</li> <li>• obligation convertible</li> <li>• engagements à garanties prioritaires</li> <li>• dette mezzanine (financement cumulant les propriétés du CP et du CT)</li> </ul>	<b>Placements indirects</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• titres garantis par hypothèque sur immeubles commerciaux</li> <li>• prêts non garantis</li> </ul>

le prouver: en postulant des objets d'une taille moyenne de 20 millions de francs, trois objets et quatre types d'utilisation par marché régional, un nombre raisonnable de pays par continent et trois continents, on obtient pour les investissements un montant nécessaire de l'ordre de 20 milliards de francs. Même les grandes caisses de pensions suisses ne sont pas en mesure de réaliser un engagement de cette envergure.

### La stratégie du renoncement

Dans quoi faut-il investir? Dans des situations périphériques ou des petites villes, des hôtels ou des maisons d'habitation – à moins que la logistique ne soit préférable? Quel placement représente un plus gros risque, l'immeuble de la Bahnhofstrasse à Zurich ou celui à La Chaux-de-Fonds? Si j'opte pour un placement indirect, je devrai absolument m'informer de la stratégie d'investissement qui sous-tend le véhicule. Le véhicule en soi est-il diversifié dans son portefeuille ou poursuit-il une stratégie de niche? Est-ce que mes investissements portent sur des cash-flows réels ou sur une plus-value? Est-ce que ce

véhicule investit à l'échelle nationale ou internationale? Et si oui, où?

Outre la stratégie, divers aspects au niveau de la réalisation concrète vont également influencer la performance obtenue. Ainsi, la prise de risques (par exemple le leveraging, c'est-à-dire, l'emprunt de capitaux tiers sous forme d'hypothèques), sera récompensée dans l'immobilier comme ailleurs par un rendement accru.<sup>2</sup> En plus, la spécialisation des sociétés immobilières cotées a une influence positive sur la prime de cours lorsqu'elles se concentrent par exemple sur des secteurs et/ou des styles et procèdent à une diversification géographique nationale. La diversification internationale ne génère pas encore de prime en soi. Et cela peut paraître surprenant, mais la taille du portefeuille n'a pas d'influence significative non plus sur la prime de cours.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Andrew Baum, Attribution of real estate portfolio return and manager style, European Real Estate Society Conference, Bordeaux 2000.

<sup>3</sup> Prof. Dr. Pascal Gantenbein, Performance von Immobiliengesellschaften, Schulthess, 2004.

Les stratégies de placement doivent partir de réflexions au sujet de paramètres tels que le rendement, la liquidité et le risque. Il devrait en résulter des objectifs qui, en plus des trois éléments susmentionnés, incluent également les contenus suivants:

- répartition par pays,
- quotes-parts de placements directs et indirects,
- quotes-parts de véhicules privés et listés, ainsi que
- diversification sectorielle portant à la fois sur les véhicules directs et indirects.

### Bilan

Une tactique peut être le fruit de l'expérience, une stratégie pas. Le développement de stratégies s'articule toujours autour d'interrogations qui sont sensées donner des réponses au sujet de l'avenir. Une certaine incertitude est donc inévitable. En même temps, la stratégie doit permettre de se démarquer par rapport à la concurrence. ■