

Executive Summary

N. Kopitsis

Die Direktinvestition in Immobilien, das heisst der Kauf einer oder mehrerer Immobilien, ist nicht für jeden Investor geeignet. Solche Investitionen erfordern meist einen Zeithorizont zwischen fünf und zehn Jahren mit einem Einsatz von mindestens einer Million Schweizer Franken. In Verbindung mit dem Erwerb und der Bewirtschaftung stehen hohe Transaktionskosten, geringe Liquidität, Unteilbarkeiten von Immobilien sowie geringe Transparenz, und es ist ein hohes Mass an Fachwissen erforderlich. Immobilien eignen sich jedoch aufgrund des tiefen Korrelationskoeffizienten zu anderen Anlageklassen zur Diversifikation des Portfolios.

Die Vorteile der Diversifikation und eines aktiven Managements können aber auch durch indirekte Investitionen erreicht werden. Bei indirekten Immobilienanlagen werden nicht nur die Anlagegelder zu grösseren Volumen zusammengeführt, sondern es wird auch die Bewirtschaftung der Immobilien an Spezialisten delegiert. Immobilien-Aktiengesellschaften, Immobilienfonds und – als Besonderheit für Schweizer Pensionskassen – Immobilienanteilvermögen von Anlagestiftungen (oder reine Immobilienstiftungen) sind dabei die bevorzugten Anlageinstrumente. Je nach Risikoprofil des Investors eignen sich entweder die risikoarmen Immobilien-Anlagestiftungen oder am anderen Ende des Spektrums die Immobilien-Aktiengesellschaften. Die Vorteile der indirekten Anlageart sind die tieferen Kosten, höhere Sicherheit, Liquidität und Transparenz und ein meist professionelles Management. Nachteilig wirken sich die geringe oder fehlende Einflussmöglichkeit, die höhere Volatilität und das höhere Kursrisiko der Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaft aus sowie lange Wartelisten bei Immobilienanlagestiftungen aufgrund der hohen Nachfrage und fehlender Investitionsmöglichkeiten.

Als weitere indirekte Immobilienanlageart existieren so genannte REITs (Real Estate Investment Trusts). REITs gibt es mittlerweile in allen großen Volkswirtschaften – wie etwa den USA, Japan, Australien oder Frankreich, um nur die wichtigsten zu nennen – teilweise schon seit Jahren. Allen ist gemein, dass diese

Immobilienaktiengesellschaften zwischen 80 und 100 Prozent ihres Ergebnisses ausschütten müssen, obwohl die Regelungen im Einzelnen variieren. In der Schweiz wird die Einführung von REIT-Strukturen immer aktueller. Auf höchster politischer Ebene lancieren in diesen Tagen Exponenten des Immobiliensektors einen Vorstoss mit dem Ziel, im künftigen Gesetz für kollektive Kapitalanlagen (KAG) den REIT-Status explizit vorzusehen.

Ein relativ grosser Anteil der Anlagen könnte von Gesetzes wegen in Form von Immobilien getätigt werden, jedoch wird dieser in Realität bei weitem nicht ausgeschöpft. Pensionskassen waren mit ca. 14% im Jahr 2002 – von den erlaubten 55% – deutlich unter dem erlaubten Anteil im Immobilienbereich investiert. Über die letzten zehn Jahre ist der Anteil an indirekten Anlagen in den Portfolios von Schweizer Pensionskassen stetig gewachsen, während direkte Investitionen in Liegenschaften eher abgenommen haben. Es wird damit gerechnet, dass die indirekten Anlagen als Alternative zu Direktanlagen weiter zunehmen werden, da durch die Einbringung des Immobilienbestandes in ein grösseres Portfolio eine Realisierung von Skaleneffekten ermöglicht wird, die aufwändige Immobilienverwaltung an eine Gruppe mit Kernkompetenzen abgetreten werden kann und die Transaktionskosten bei indirekten Anlagen merklich tiefer sind als bei Direktanlagen.

Zu der Frage, wie viele Immobilienanlagen in einem Portfolio mit Aktien und Obligationen“ anzulegen sind, gibt es zahlreiche Studien mit ebenso vielen verschiedenen Resultaten. Die Antworten liegen zwischen 0 und 67%! Als optimal gelten 20 bis 30%. Aufgrund hoher Agios, die der grossen Nachfrage nach Immobilien zuzuschreiben sind, und dem begrenzten Volumen und der relativ geringen Liquidität bieten sich als Alternative respektive Ergänzung zu inländischen Immobilienanlagen daher ausländische Immobilienanlagen an.

Das Volumen des globalen Immobilienanlagemarktes beträgt ca. sieben Billionen Franken. Der Grossteil der weltweiten Marktkapitalisierung entfällt erwartungsgemäss auf die USA. Die globale Ausrichtung von Aktien und Obligationen hat sich in den letzten Jahren auch bei Immobilien abgezeichnet. Der ausländische Markt ist breiter, tiefer und liquider. Während die Renditen der internationalen Immobilienanlage über verschiedene Märkte kurz- wie auch langfristig merklich fluktuieren können, ist der Treiber der Investition in Immobilienanlagen die Diversifikation. Wird die Risikoreduktion bei gegebener Rendite analysiert, zeigt sich, dass in einem gemischten Portfolio inklusive

inländischer Immobilienanlagen eine Senkung im Bereich von 5 bis 10% resultiert. Werden internationale Immobilienanlagen hinzugefügt senkt sich das Risiko noch mehr, nämlich etwa um 10 bis 20%. Zurzeit sind bei Pensionskassen etwa 0.5 bis 1% des Vermögens in ausländische Immobilien investiert. Erlaubt sind gemäss Gesetz 5%. Dies stellt ein sehr grosses Potenzial für solche Produkte dar. Nicht nur, dass Immobilienanlagen tiefe Korrelationskoeffizienten zu anderen Anlageklassen haben, es sind auch zwischen Ländern tiefe Korrelationen feststellbar, sodass es sinnvoll ist eine Diversifikation über solche Investitionen zu nutzen.

Ob im Endeffekt indirekte oder direkte Anlagen bevorzugt werden sollen, hängt weitgehend von der Grösse des Portfolios, dem spezifischen Immobilien-Know-how des Investors und geschäftsstrategischen Überlegungen ab.