

Ausländische Immobilienmärkte sollten höher gewichtet werden

Immobilienaktienfonds sind höchst mobil

Das langfristige Potential von Immobilieninvestments wird oft unterschätzt, zumal das Aufkommen neuer Anlageformen oft eine effizientere Bewirtschaftung ermöglicht. Der Immobilienanteil in Schweizer Portfolios ist zwar im internationalen Vergleich recht hoch. Dennoch fehlt es an einer internationalen Diversifikation. PRIVATE unterhielt sich mit Ariane Dehn, der Länderchefin Schweiz von Henderson Global Investors, einem der weltweit führenden Anbieter von international ausgerichteten Immobilienfonds.



Interview mit Ariane Dehn

Director Henderson Global Investors (Switzerland) Ltd, Zürich

PRIVATE: Frau Dehn, bereits seit vier Jahren lässt sich mit Aktien gutes Geld verdienen. Allein im vergangenen Jahr rentierten globale Aktien gemäss MSCI in Dollar gerechnet knapp 18%. Schweizer Aktien avancierten fast 26% und die Börsen Europas und der Schwellenländer rund 30%. Welche Bedeutung soll man in diesem Umfeld Immobilien beimessen?

Ariane Dehn: Es geht ja nicht um die Frage «Aktien oder Immobilien», sondern um «Aktien, Obligationen, Immobilien und andere Anlageklassen», also Diversifikation. Während der laufenden Aktienhausse brachten gerade Immobilien Mehrwert in international strukturierte Portfolios. Dies sowohl in bezug auf Rendite als auch Risiko. Ein Portfolio mit 50% Anteil globale Aktien und 50% globale Obligationen hat von Mitte 1996 bis 2006 einen Ertrag von 6% pro Jahr erwirtschaftet, bei einer Volatilität von 10%.

Wenn man diesem Portfolio 20% Immobilienaktien beigemischt hätte, hätte sich die Rendite auf 7,5% erhöht, bei gleichbleibendem Risiko.

PRIVATE: Welche Renditen können denn im Immobilienbereich erwartet werden?

Dehn: Interessanterweise boomt der weltweite Immobilienbereich seit 2003 parallel zu den Aktien. Im vergan-

genen Jahr warfen global investierende Real Estate Investment Trusts (REITs) gemäss dem Index FTSE Epra/Nareit – ebenfalls in Dollar – über 40% ab. In den vergangenen zehn Jahren lieferten die Immobiliengefässe eine jährliche Rendite von 13,6%. Aktien generierten in dieser aussagekräftigen Periode, die Baisen und Haussen umfasst, lediglich eine jährliche Rendite von 6%.

PRIVATE: Die gleichzeitige Hausse von Immobilien und Aktien spricht jedoch nicht gerade für das Diversifikationspotential von Immobilien.

Dehn: Diese Kritik trifft nur bis zu einem gewissen Grad zu. Immobilienanlagen wie REITs oder Immobilienaktiengesellschaften, die an Aktienbörsen gehandelt werden, unterliegen ähnlichen Liquiditätszyklen wie Aktien und ähnlichen Zinszyklen wie Obligationen. In Zeiten hoher Liquidität und tiefer Zinsen sind die Anleger bereit, einen höheren Aufpreis auf den inneren Wert von Immobilienportfolios zu bezahlen als in schlechteren Zeiten. Langfristig entwickelt sich der Kurs

von Immobilienaktiengesellschaften bzw. REITs aber immer wie ihr unterliegendes Anlagevermögen, den Immobilien. Gemäss dem Datenprovider Datastream wiesen Immobilienaktieninvestments von 2000 bis 2005 gegenüber Aktien eine Korrelation von 53% und gegenüber Obligationen gar keine Abhängigkeit auf. Dies spricht klar für die Portfoliobeimischung von Immobilienaktieninvestments.

PRIVATE: Welchen Diversifikationsbeitrag liefern denn Anlagen in Liegenschaften?

Dehn: Immobilien sind eine lokale Ware und werden lokal gepreist. Das bedeutet, die Märkte sind relativ ineffizient, und ein professioneller Immobilienaktienfondsmanager kann hier durch aktive Unter- und Übergewichtungen von Regionen und Sektoren einen entscheidenden Mehrwert für Investoren liefern. Besonders bezüglich der interregionalen Korrelation gegenüber Obligationen und Aktien wird das deutlich. Innerhalb der Regionen weltweit korrelierten Aktien und Obligationen von Ende 1995 bis 2005 gemäss einer UBS-Studie etwa in einer Bandbreite von 70 bis 80% zueinander. Hingegen haben Immobilienaktien nur einen interregionalen Zusammenhang von 40%. Ausserdem verzeichnen die verschiedenen Immobiliensektoren, wie Büro-, Shopping-, Hotel-, Wohn- und Industrieliegenschaften, unterschiedliche Zyklen, die zur Portfolio-Diversifikation genutzt werden können. Folgendes Beispiel soll dies unterstreichen: Während die Einzelhandelsimmobilien in Grossbritannien in den Jahren 2002 bis 2005 stetige Wertsteigerungen erfuhren, hat sich der lokale Bürobereich im gleichen Zeitraum in einer Konsolidierungsphase befunden und ist erst jetzt wieder auf Erholungskurs.

PRIVATE: Demnach wäre es nicht optimal, nur auf Schweizer Immobilien zu setzen.

Dehn: Was für Anlageklassen wie Aktien und Obligationen zutrifft, gilt auch für Immobilien. Eine internationale Streuung der Anlagen verbessert die Rendite-/Risiko-Eigenschaften eines Portfolios massgeblich. So schnitten Schweizer Immobilienfonds im vergangenen Jahr mit einer Rendite von 3,2% in Franken sehr bescheiden ab. Grund für die tiefe Performance war der zuvor stark gestiegene Aufpreis auf den inneren Wert der Fonds, der sich 2006 ermässigt hat. Mit einem Plus von 24% entwickelten sich Schweizer Immobilienaktiengesellschaften besser, was jedoch zum Teil auf einen steigenden Aufpreis zurückzuführen war. Damit haben sich die Agios der Fonds und der Investmentgesellschaften in der Schweizer Liegenschaftenszene einander angeglichen.

PRIVATE: Viele Schweizer Anleger sind jedoch nicht indirekt via Fonds oder Beteiligungsgesellschaften investiert, sondern direkt. Wie wirkt sich das auf die Asset Allocation aus?

Dehn: Etliche private Anleger besitzen in der Schweiz selbst genutztes Wohneigentum, einige sogar noch Ferienwohnungen. Damit ist ein Teil ihres Vermögens den spezifischen Wertschwankungen ihres Immobilienbesitzes ausgesetzt. Auch viele institutionelle Anleger, vorab Pensionskassen, halten einen Grossteil ihrer Immobilien direkt. Dies sollte in einer gesamthaft ausgelegten Asset Allocation berücksichtigt werden.

PRIVATE: Inwiefern?

Dehn: Schweizer Anleger mit Direktbesitz haben in der Regel eine starke Übergewichtung im Heimmarkt. Es wäre also zu prüfen, ob Engagements in ausländischen Liegenschaften angebracht wären. Dabei kommen in erster Linie indirekte Anlagen in Frage. Einerseits weil sich das eigene Liegenschafts-Know-how in der Regel auf den Inlandmarkt beschränkt. Zweitens bieten indirekte Anlagen Vorteile in der taktischen Portfoliogestaltung: Im Gegensatz zu den äusserst trägen Direktengagements können sie täglich ge-

handelt werden. Drittens ergibt dies eine zusätzliche Diversifikation über Manager und Produkte.

PRIVATE: Fonds und Beteiligungsgesellschaften verlangen aber hohe Gebühren.

Dehn: Mit einer Total Expense Ratio (TER) von 2% sind unsere Fonds günstiger gepreist, wenn man bedenkt, wie researchintensiv diese Assetklasse ist, da sie Spezialisten in den jeweiligen Regionen vor Ort benötigen. Eine eigene Liegenschaftsbewirtschaftung mit einer hohen Diversifikation hinsichtlich Regionen und Sektoren ist sehr kapitalintensiv und aufwendig.

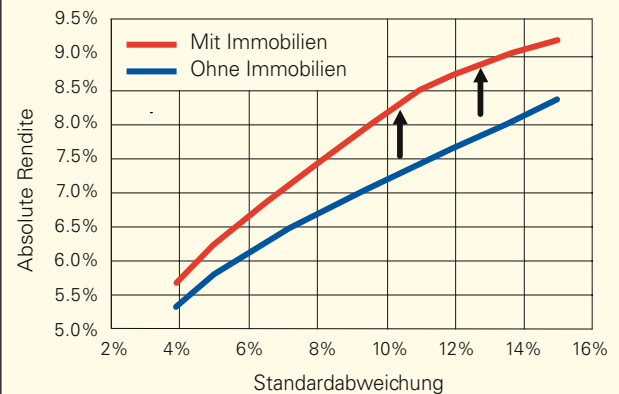
PRIVATE: Welche Vorteile bieten denn REITs bzw. Immobilienaktienfonds?

Dehn: Immobilienaktienfonds bilden die mobilsten, flexibelsten und liquiden Anlageinstrumente in dieser Anlageklasse. Sie investieren vor allem in Immobilienaktiengesellschaften sowie deren Spezialform REITs und können die regionalen und sektoriellen Liegenschaftszyklen am besten nutzen. So bieten z.B. Engagements in REITs vergleichsweise hohe Ausschüttungen und Steuervorteile. Immobilienentwickler hingegen haben in Zeiten hoher Nachfrage nach neuen Immobilien den Charme höherer Kurssteigerungen als REITs. Der Immobilienaktienmanager verfügt also über vielfältige Gestaltungsmöglichkeiten, die er für seine Anleger nutzt.

PRIVATE: Welche Auswirkungen werden die kürzlich eingeführten REITs in Deutschland und Grossbritannien auf die Immobilienallokationen von institutionellen Anlegern haben?

Dehn: Institutionelle Anleger wie Pensionskassen und Versicherungen werden sich zunehmend der positiven Aspekte in Form von hohen Dividendenrenditen und stetigem Kapitalwachstum von Immobilien als Anla-

Immobilienaktien – eine sinnvolle Portfolioergänzung



Immobilienaktien optimieren das Risiko-/Ertrags-Verhältnis.

Quellen: UBS, Epra/Nareit Global Total Return, Euronext, MSCI

geinstrument bewusst. Real Estate Investments Funds stellen eine besonders effektive Form der Immobilienanlage dar, da sie täglich handelbar sind und aufgrund der Steuertransparenz 85 bis 100% der Erträge an ihre Anleger ausschütten, wo diese dann endbesteuert werden. In Ländern wie den USA und Australien, welche die etabliertesten REITs-Märkte haben, haben institutionelle Investoren seit Jahrzehnten strategische Allokationen in diesem Anlagevehikel. In Australien fließen über 10% aller Pensionskassengelder in REITs. Daher wird auch in Deutschland erwartet, dass durch die neu eingeführten G-REITs Pensionskassen und Versicherungen 30 bis 50 Mrd. Euro in REITs bzw. REIT-Fonds investieren werden. Aber nicht nur für die Nachfrage bedeutet dies eine Belebung, auch für die Erweiterung des Angebotes ist dies ein Meilenstein. Das Immobilienpotential alleine im Einzelhandel und Bürobereich beträgt derzeit in Deutschland rund 900 Mrd. Euro. Dies entspricht in etwa der gesamten globalen Marktkapitalisierung von Immobilienaktien. Ein Teil davon wird in Form von REITs in den nächsten Jahren einem breiten Anlegerpublikum zugänglich gemacht.

PRIVATE: Wieviel Immobilien benötigt denn ein Portfolio?

Dehn: Credit Suisse hat eine interessante Studie zur Asset Allocation von Schweizer Pensionskassen veröffentlicht. Unter Berücksichtigung der gesetzlichen Anlagebeschränkungen wurde für jedes Risiko eine optimale

Vermögensverteilung eruiert, die im Einklang mit der Portfoliotheorie steht. Dabei kommt man auf einen optimalen Anteil an Immobilien von 20 bis 25%, wobei das gesetzlich erlaubte Maximum von 5% an ausländischen Immobilien jeweils voll ausgeschöpft werden sollte.

PRIVATE: Dieser Spielraum wird aber noch lange nicht ausgeschöpft.

Dehn: Genau. Zurzeit werden im Schnitt knapp 15% in Immobilien gehalten, der Grossteil in direkten Anlagen. Davon wiederum sind lediglich 0,5 Prozentpunkte im Ausland.

PRIVATE: Was heisst das in absoluten Zahlen?

Dehn: Wenn wir davon ausgehen, dass die Pensionskassen zurzeit über 600 Mrd. Franken verwalten, betrüge der optimale Anteil an inländischen Immobilien rund 90 Mrd. und an ausländischen rund 30 Mrd. Franken. Während der Anlagebedarf an inländischen Immobilien knapp gedeckt zu sein

scheint, gilt das Gegenteil für ausländische Engagements. Da für andere Anleger keine Anlagebeschränkung gilt, können sie selbstverständlich mehr als 5% in ausländische Immobilien investieren. Ich erwarte denn auch eine steigende Nachfrage nach ausländischen Property bzw. Real Estate Funds.

PRIVATE: Können Sie einen Ausblick auf die Entwicklung derartiger Anlagen geben?

Dehn: Während die Schweizer Immobilienmärkte zurzeit recht gut bewertet sind, besteht im Ausland noch etwelches Potential. In Grossbritannien und Europa rechnen wir in den nächsten zwei, drei Jahren bei Gewerbeliegenschaften mit durchschnittlichen annualisierten Renditen von rund 8%. Mit erhöhter Fremdfinanzierung, Projektentwicklungen und anderen Massnahmen können Immobiliengesellschaften bis zu 15% herausholen. Innerhalb Europas bietet der Bürosektor in London und Paris die attraktivsten Chan-

cen. In Deutschland dürfte die Einführung von steuerbegünstigten REITs für Impulse sorgen. In Asien versprechen China, Malaysia, Singapur und Thailand Renditen von 10% und mehr. Aktive Fondsmanager können aber auch in den USA, trotz dem Housing Bubble, attraktive Chancen ausmachen. Für global anlegende REIT-Fonds sind im laufenden Jahr durchaus Renditen von 10 bis 15% drin.

PRIVATE: Was gilt es bei der Wahl von indirekten Immobilienanlagen zu beachten?

Dehn: Ein langjähriger guter Track Record zeugt von entsprechender Erfahrung, auch wenn dies keine Garantie für eine zukünftige Wertsteigerung darstellt. Wichtig ist, dass der Anbieter von Länder- und Regionenfonds vor Ort ist und bei globalen Fonds weltweite Stützpunkte hat. Denn die Immobilienmärkte weisen grundlegende regionale Eigenheiten auf und erfordern gute lokale Kenntnisse und Netzwerke. ●

Veranstaltungskalender

Legal & Taxes:

In- & Expatriate Management	25. – 26. Sept 2007	Hotel Seedamm Plaza CH-8808 Pfäffikon SZ
-----------------------------	---------------------	---

Finanzen & Controlling:

Beyond Budgeting – Best Practice in Beyond Budgeting	14. – 15. Juni 2007	Mövenpick Hotel CH-8105 Regensdorf ZH
Controlling mit IFRS/IAS	28. – 29. Juni 2007	Mövenpick Hotel CH-8105 Regensdorf ZH
Internes Kontroll-System	28. – 29. Juni 2007	Hotel Seedamm Plaza CH-8808 Pfäffikon SZ
Anwendung der IFRS/IAS- Standards in der Praxis	20. – 22. Juni 2007 24. – 26. Sept 2007	Mövenpick Hotel CH-8105 Regensdorf ZH

Fachliche Auskunft: Helmut Frick, Projektleiter
Anmeldungen und allgemeine Auskünfte:
Detailinformationen zu den Veranstaltungen unter:

Tel. +41 44 722 85 40
 Tel. +41 44 722 85 85
 www.zfu.ch

ZfU ■ International Business School

Zentrum für Unternehmensführung AG ■ Im Park 4 ■ CH-8800 Thalwil
 Tel. +41 44 722 85 85 ■ Fax +41 44 722 85 86 ■ www.zfu.ch ■ info@zfu.ch