

Nicht-kotierte Immobilienfonds in Europa

Die Fondsindustrie für nicht-kotierte Immobilienanlageprodukte wird ihre Entwicklungsdynamik auch in Zukunft aufrechterhalten und damit die Markttransparenz und -liquidität erhöhen. Added-Value-Produkte sowie Fund-of-Funds-Konzepte gewinnen an Bedeutung.

Von **Stefan Pfister**
Partner und Head Real Estate
und **Marcin Paszkowski**
Manager Real Estate, KPMG Zürich

Der europäische Markt für nicht-kotierte Immobilienfonds ist durch starkes Wachstum geprägt. Die hohe Attraktivität dieser Anlageform liegt insbesondere in der Abkoppelung vom Börsenhandel und der damit einhergehenden tiefen Korrelation zum Aktienmarkt. Für institutionelle Schweizer Investoren (Versicherungen, Pensionskassen, High Networth Individuals) bietet ein solches Investment eine interessante Möglichkeit, um effizient und kostengünstig ein Immobilienexposure im Ausland aufzubauen.

Wie die nebenstehende Grafik zeigt, ist der Markt für nicht-kotierte Immobilienfonds in den letzten zehn Jahren jährlich um durchschnittlich 40 neue Anlagegefässe auf 447 Produkte mit einem Bruttoinventarwert von 220 Mrd. Euro gewachsen. Dies entspricht einer Verfünffachung der Fondsanzahl



Stefan Pfister

und einem Zuwachs des Bruttoinventarwertes um 150%.

Nicht-kotierte Immobilienfonds werden in Abhängigkeit eines aufsteigenden Risiko/Return-Profiles in die Kategorien «Core», «Value added» und «opportunistisch» unterteilt. Core-Liegenschaften sind in der Regel in den letzten fünf Jahren neu erstellt bzw. kürzlich saniert worden und verfügen über lange Vertragslaufzeiten mit Mietern hoher Bonität. «Value added» und «opportunistisch» beschreibt Investments in Liegenschaften mit Wertsteigerungspotential.

Eine objektive Zuordnung zu einem bestimmten Investmentstil erfolgt auf Basis der beiden Variablen «Target Internal Rate of Return» (IRR, Diskontsatz, der einen Kapitalwert von null für eine Reihe zukünftiger Cashflows liefert) und «Gearing Level» (Verhältnis von Eigen- zu Fremdmitteln). Das mit geringen Risiken behaftete Core-Segment bildet den am meisten verbreiteten Investmentstil. 56% der Anlageprodukte sind in diesem Segment positioniert. Lediglich 31 bzw. 13% entfallen auf Value-added- und opportunistische Produkte, die bei höheren Risiken über einen tendenziell höheren Fremdkapitalanteil verfügen. Während die Fondslaufzeit bei mehr als der Hälfte der Core-Produkte unbegrenzt ist, haben praktisch alle opportunistischen Fonds wegen Immobilienprojektentwicklungen und der im Anschluss an die Fundraising-Phase für Neuinvestments geschlossenen Fondsstruktur eine begrenzte Lebensdauer.

Da Immobilieninvestitionen profunde lokale Marktkenntnisse voraussetzen, erstaunt es nicht, dass es sich bei der Mehrheit der nicht-kotierten Anlagegefässe um länderspezifische Investmentvehikel handelt (rund 300 Produkte, Bruttoinventarwert von 160 Mrd. Euro). Gemessen am Bruttoin-



Marcin Paszkowski

ventarwert sind knapp zwei Drittel dieser auf ein bestimmtes Zielland ausgerichteten Immobilienanlagen in UK investiert. Rund 60% der nicht-kotierten Immobilienfonds sind sektoral diversifiziert. Lediglich 18% investieren als Spezialfonds ausschliesslich in Verkaufs- und 11% in Büroflächen (Quelle: Inrev, IPD, April 2007).

Partielle Marktineffizienzen

Im Gegensatz zu kotierten Immobilienfonds, deren wichtigste Kennzahlen und Benchmarks einfach und schnell auf entsprechenden Serviceportalen abgerufen werden können, gestaltet sich die Informationssuche bei nicht-kotierten Anlagegefässen bisweilen schwieriger. Einen wichtigen Beitrag zur Steigerung der Markttransparenz und zur Festlegung von Branchenstandards leistet die 2002 gegründete Interessenvertretung Inrev (European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles). Die Non-Profit-Organisation richtet sich speziell an institutionelle Investoren

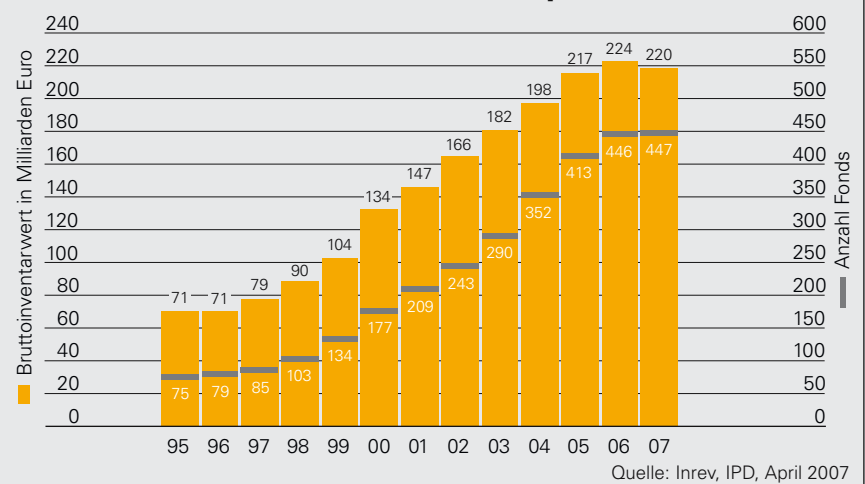
und bietet den rund 200 Mitgliedern u.a. eine umfassende Produkte-Datenbank mit Produkt- und Marktanalysen. Da heute die Umsetzung einheitlicher Governance-, Reporting- und Qualitätsstandards sowie verlässlicher Benchmarks erst am Anfang steht, kommt aktivem Asset Management, das Marktineffizienzen mit profunden Industriekenntnissen gewinnbringend ausnutzt, grosse Bedeutung zu. Investoren ohne entsprechendes Marktwissen und ohne ein Netzwerk von lokal verankerten Immobilienspezialisten sollten für die Fondsauswahl die Hilfe eines unabhängigen Investment Advisors in Anspruch nehmen.

Eine geeignete Vorgehensweise zur Fondsselektion bietet der Top-down-/Bottom-up-Ansatz. Im Rahmen der Zielidentifizierung werden auf Grundlage der jeweiligen volkswirtschaftlichen und konjunkturellen Rahmenbedingungen sowie einer Analyse der lokalen Immobilienmärkte aus jedem Teilmarkt und Sektor die aussichtsreichsten Investitionsmärkte herausgefiltert (top down). Anschliessend werden Anlagevehikel, die über Immobilieninvestitionen in den vorgängig evaluierten Zielmärkten verfügen, einer wirtschaftlichen und rechtlichen Due Dilligence unterzogen (bottom up). Im Rahmen dieser Prüfung erfolgt eine Detailanalyse des Immobilienportfolios hinsichtlich Markt, Lage, Mieter und Bauqualität sowie eine Fondsbewertung zur Ermittlung des Pricing (Discount vs. Premium). Weiter werden die Qualität des Fondsmanagements sowie Steuer- und Währungsrisiken beurteilt. Die Kostenstruktur der Fonds setzt sich in der Regel aus einer einmaligen Zeichnungs- und Rücknahmekommission sowie einer jährlichen Verwaltungs- und Performancegebühr zusammen.

Eingeschränkte Liquidität

Der Hauptnachteil von nicht-kotierten Immobilienfonds besteht in der stark eingeschränkten Liquidität. Während 2006 die Wertpapiere der fünf grössten in UK kotierten Immobilienanlagegefässe mit einer Marktkapitalisierung von rund 45 Mrd. Euro einen Börsenumsatz von 140% verzeichneten, lag der Umsatz der fünf grössten nicht-kotierten Immobilienfonds mit einer

Marktwachstum europäischer nicht-kotierter Immobilienfonds (ohne deutsche Open-end-Fonds)



Marktkapitalisierung von 12 Mrd. Euro bei lediglich 7% (Quelle: HSBC Pooled Property Funds Data Book).

Das Fehlen eines liquiden Sekundärmarktes ist nicht nur in der deutlich tieferen Marktkapitalisierung der einzelnen Gefässe begründet; massgebend sind insbesondere auch die ursprünglichen Investmentziele vieler Initialinvestoren, die eine lange Halte-dauer und eine geringe Liquidität der Fonds bewusst in Kauf nehmen. Da einige dieser Anleger infolge der vergangenen Wertzuwächse zunehmend ihre Fremdfinanzierungslimiten erreichen und gleichzeitig die Produktanzahl und -vielfalt an nicht-kotierten Immobilienfonds stark zugenommen hat, beginnen sie ihre Investitionen vermehrt als handelbare, strategische Anlagewerte zu verstehen. Dem Wunsch nach verbesserter Fungibilität wird gegenwärtig durch zahlreiche Initiativen im Over-the-Counter-Bereich (OTC), wie z.B. mit halbautomatisierten Handelsplattformen, Rechnung getragen. Ein positiver Einfluss auf die Erhöhung der Liquidität ist zudem von der zunehmenden Verbreitung des Buchhaltungsstandards IFRS (International Financial Reporting Standards) zu erwarten.

Markttrends

In der europäischen Fondsindustrie für nicht-kotierte Immobilienanlageprodukte sind gegenwärtig zwei Trends auszumachen. Zum einen ist aufgrund der weiterhin unter Druck stehenden Immobilienrenditen eine erhöhte Risikobereitschaft der Investoren auszu-

machen. Um bessere Renditen zu erzielen, schichten viele Investoren einen Grossteil ihrer Anlagen auf risikoreichere Value-added-Investments um. Gemäss einer 2007 von Inrev durchgeführten Umfrage bevorzugen neuerdings 70% der Anleger Value-added-Fonds. Lediglich 20 bzw. 10% planen Investitionen in Core- oder opportunistische Produkte. Da 2006 mehr als die Hälfte der neu lancierten nicht-kotierten Immobilienfonds Core-Produkte waren, jedoch nur jeder fünfte Investor diesen Investmentstil bevorzugt, ist davon auszugehen, dass einzelne Core-Fonds mittelfristig ihre Kapitalbeschaffungsziele nicht erreichen werden.

Zum zweiten wird das Fund-of-Funds-Konzept weiter an Bedeutung gewinnen, da die Anleger aus einer zunehmend verwirrenden Palette von Fonds mit geographischen und objektbezogenen Spezialisierungen vermehrt Zugang zu benchmarkähnlichen Instrumenten suchen. 2006 hat sich der von Fund-of-Funds-Vehikeln stammende Kapitalanteil im Vergleich zum Vorjahr bereits mehr als vervierfacht und stellt heute 10% des Kapitals in der europäischen Fondsindustrie für nicht-kotierte Immobilienanlageprodukte.

Die beschriebenen Entwicklungstendenzen werden, einhergehend mit dem Einfluss von Interessenvertretern wie der Inrev und einer breiteren Akzeptanz von Performance-Benchmarks, insgesamt die Transparenz und Liquidität weiter erhöhen.

Mehr zum Thema:
www.kpmg.com