

# Arbitrage zwischen privaten (direkten) und gelisteten (öffentlichen) Immobilieninvestitionen

Die historische Renditeanalyse privater und öffentlicher Immobilienmärkte in den globalen Hauptmärkten zeigt, dass die Performance gelisteter Immobilienaktien ein vorlaufender Indikator für die Bewertung direkt gehaltener Immobilien sein kann. Sollte tatsächlich ein derartiges Verhältnis zwischen gelisteten und nicht gelisteten Immobilien bestehen, stellt sich die Frage, ob ein Investor sich diese Tatsache durch Arbitrage zunutze machen kann. Dr. Indraneel Karlekar, Head of Global Research & Strategy bei ING Clarion Real Estate Securities, ist dieser Frage nachgegangen und beurteilt in seinen Analysen, ob sich für den Investor tatsächlich taktische Möglichkeiten ergeben.



**Von Indraneel Karlekar, Ph.D.**  
Head of Global Research & Strategy  
ING Clarion Real Estate Securities

Untersucht wurden die 5 wichtigsten Immobilienmärkte – Australien, Hongkong, Japan, Grossbritannien und die USA. Gemessen an der Gewichtung im Epra/Nareit Developed Index repräsentieren die 5 Märkte ca. 80% der globalen Marktkapitalisierung gelisteter Immobilien (industrialisierte Welt, Stand 30.6.2009). Mit Ausnahme von Australien und Japan untersucht die Studie Daten von 1995 bis 2008 und schliesst damit negative wie positive Marktzyklen ein. In dieser Messperiode scheint der öffentliche Markt ein

vernünftiger Indikator für die Entwicklungen im privaten Immobilienmarkt zu sein. Die höchsten Korrelationen lassen sich in den Märkten Grossbritannien, Hongkong und Japan messen. Gründe für die vergleichsweise höheren Korrelationen sind in der Preisbildungsmethode der Indizes zu suchen. So basieren die Berechnungen für direkte Immobilienanlagen in Australien und den USA auf Bewertungsdaten, während bei anderen Märkten Transaktionsdaten herbeigezogen werden. Zudem sind tiefere Korrelationen durch unterschiedliche Marktstrukturen bedingt. Eine perfekte Korrelation zwischen dem öffentlichen und

dem privaten direkten Immobilienmarkt wird sich vor allem aufgrund der unterschiedlichen Preismechanismen und Liquiditäten wohl nie einstellen. Einerseits werden gelistete indirekte Immobilienanlagen praktisch täglich gehandelt, andererseits unterliegt die Preisfindung im direkten Immobilienmarkt periodischen Bewertungen. Daraus resultiert eine unausweichliche zeitliche Verschiebung der Preisentwicklungen.

Sollte diese Annahme stimmen, müssten durch eine entsprechende zeitliche Anpassung der Indexreihen höhere Korrelationen zwischen den direkten und gelisteten Immobilienmärkten messbar sein. Um die Hypo-

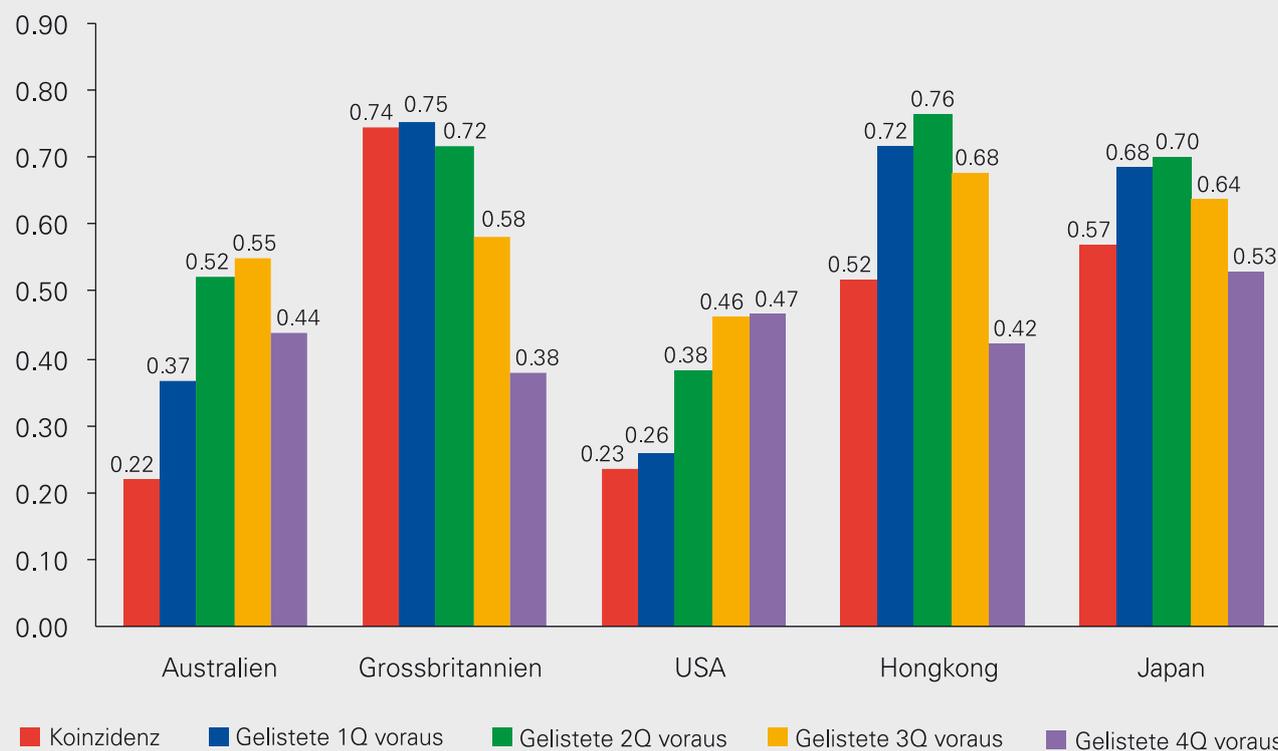
these zu analysieren haben wir den öffentlichen Immobilienmarkt um 1 bis 4 Quartale zeitlich verzögert. Die Grafik illustriert die gemessenen Korrelationen in den jeweiligen Ländern bzw. Regionen. Es lässt sich feststellen, dass Hongkong typischerweise die höchste Korrelation bei einer Zeitverschiebung um 1 bis 2 Quartale aufweist, während in den USA der direkte Immobilienmarkt 3 bis 4 Quartale hinter den gelisteten indirekten Immobilienanlagen hinterherläuft.

Eine genauere Betrachtung der Marktentwicklungen, zum Beispiel in Grossbritannien und den USA, zeigt, dass der direkte Immobilienmarkt weniger starke Ausschläge aufweist. Letztendlich sind diese wieder auf die unterschiedlichen Preisfindungsgrundlagen und die unterschiedliche Liquidität zurückzuführen. Implizit setzt sich ein Investor mit gelisteten Immobilienanlagen einem systematischen Marktrisiko (Beta) stärker aus, was letztendlich der Preis für eine höhere Liquidität ist.

## Liquidität und unterschiedliche Preisfindung

Es ist eben genau diese Liquidität, die zum grossen Teil das Vorauslaufen der gelisteten Immobilienmärkte erklärt. Die tägliche Preisbildung an den Börsen widerspiegelt die Erwartungen der Anleger und kann somit unmittelbar auf das Wirtschaftsgeschehen reagieren. Private Transaktionen dagegen sind relativ illiquid und vergleichsweise weniger dynamisch. Der zweite wichtige Faktor ist, wie bereits angesprochen, die unterschiedliche Preisfindung. Die Bewertung von direkten Immobilienanlagen ist typischerweise weniger transparent als die Preisbildungsfunktion am öffentlichen Markt.

## Korrelationen direkte/gelistete Immobilienanlagen



Erst wenn eine Immobilie tatsächlich im Markt den Eigentümer wechselt, kann der effektive Marktwert ermittelt werden, was zu einer mitunter beachtlichen Diskrepanz zwischen Bewertung und effektiv bezahltem Preis führen kann.

Wir können also festhalten, dass sich langfristig gelistete und direkte Immobilienanlagen annähern, wobei der gelistete Immobilienmarkt als Vorlaufindikator angesehen werden kann. Kurzfristig können, je nach Marktlage, Arbitrage-Opportunitäten entstehen. Der Investor muss aber bei gelisteten Immobilienanlagen eine höhere Volatilität in Kauf nehmen. Dafür erhält er tägliche Liquidität und taktische Flexibilität in seinen Anlagen.

### Wie weiter?

Das Datenmaterial zeigt uns, dass ein zeitlich verschobener Zusammenhang zwischen direkten Immobilienanlagen und Immobilienaktien besteht. Auch wenn vergangene Renditemessungen keine Garantie für zukünftige Performance sind, lässt sich eine historische Evidenz feststellen. Diese suggeriert, dass der gelistete Immobilienmarkt ein guter Barometer für erwartete Bewertungsniveaus ist. Demzufolge können Investoren aus taktischen Überlegungen mit Immobilienaktien ihre Portfoliostruktur modellieren und auf erwartete Preisbildungen im direkten Immobilienmarkt im voraus reagieren.

Drei Gründe lassen sich aufführen, warum sich ein Investor in Immo-

liensaktien engagieren sollte: 1. Der gelistete Immobilienmarkt handelt derzeit mit wesentlich tieferen Bewertungsniveaus als der direkte. 2. Der direkte Immobilienmarkt zeigt eine weiterhin sinkende Bewertungstendenz. 3. Da der gelistete Immobilienmarkt zukünftige Erwartungen schneller widerspiegelt als der direkte, sollten sich Immobilienaktien deutlich vor dem direkten Immobilienmarkt erholen. Die relativ attraktive Bewertung gelisteter Immobilienanlagen, der vorlaufende Charakter und die tägliche Liquidität sollten das Akzeptieren einer höheren Volatilität und des inhärenten systematischen Marktrisikos rechtfertigen.

**Bestellung der ausführlichen Studie (in englisch): [switzerland@ingim.com](mailto:switzerland@ingim.com)**

## Koinzidenz direkte/gelistete Immobilienanlagen 1995–2008

1995–2008	Australien	Grossbritannien	USA	Hongkong	Japan
Koinzidenz	0.22	0.74	0.23	0.52	0.57
Gelistete um 1Q voraus	0.37	0.75	0.26	0.72	0.68
Gelistete um 2Q voraus	0.52	0.72	0.38	0.76	0.70
Gelistete um 3Q voraus	0.55	0.58	0.46	0.68	0.64
Gelistete um 4Q voraus	0.44	0.38	0.47	0.42	0.53