

Was es beim Investieren in ausländische Immobilien zu beachten gilt

Dr. Ueli Mettler und Philipp Weber, c-alm AG

Wie bei anderen Anlageklassen muss für einen fundierten Investitionsentscheid im Bereich Auslandimmobilien der Mix aus Rentabilität, Risiko und Liquidität stimmen. Da Schweizer Pensionskassen in der Kategorie Immobilien Ausland in der Regel indirekt durch Kollektivanlagen präsent sind, sollten die Verantwortlichen bei der Beurteilung den Besonderheiten dieser indirekten Anlageformen besonders Rechnung tragen. Als Killerkriterium bei dieser Umsetzungsvariante erweist sich dabei oft die Transparenz. Ohne eine klare Sicht auf das Portfolio (Look-through) ist eine Beurteilung des Mix aus Rentabilität, Risiko und Liquidität nämlich nicht möglich.

Rentabilität: prospektive Ertragsbeurteilung statt retrospektive Performanceanalyse

Bei der Beurteilung der Rentabilität von Investitionsalternativen wird meist auf deren vergangene Rendite abgestellt. Diese Betrachtungsweise greift jedoch gerade im Bereich der indirekt umgesetzten Auslandimmobilien zu kurz. Neben der effektiven Netto-Ertragssubstanz der Bestandsimmobilien misst die historische Performance (Track Record) der Kollektivanlage eine Reihe weiterer Effekte:

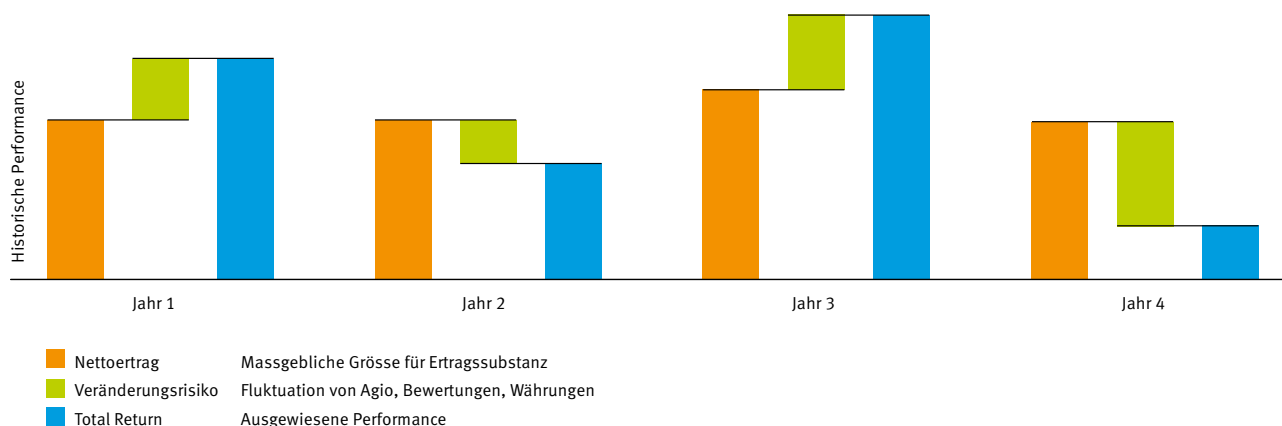
Wertschwankungen am Sekundärmarkt

Sind die Anteile der Kollektivanlage an einem Sekundärmarkt im Handel, dann weicht der Anteilspreis in der Regel vom inneren Wert des Fondsvermögens ab. Es entsteht somit ein Aufschlag (Agio) oder Abschlag (Disagio) gegenüber dem Verkehrswert des in der Kollektivanlage enthaltenen Liegenschaftsportfolios. Die historische Entwicklung des Agios gilt als starker Treiber für die kurzfristige Entwicklung der Anteilspreise, sagt jedoch wenig über das Ertragspotenzial des Liegenschaftsportfolios aus.

Aufwertungen der Liegenschaften

Die Annahmen der Bewertungsmodelle bestimmen die Bewertung von Bestandsliegenschaften – sie schwanken stark mit dem Konjunkturverlauf. In jüngerer Vergangenheit lassen sich global hohe Aufwertungen der Bestandsliegenschaften beobachten. Schätzungen zufolge gehen auf globaler Ebene im Jahr 2014 über 40% der ausgewiesenen

Performance-Beiträge von ausländischen Immobilien



Beim langfristigen Investitionshorizont einer Vorsorgeeinrichtung ist die Ertragssubstanz massgeblich. Kurzfristige Wertberichtigungen und die produktspezifische Währungsstrategie sind von untergeordnetem Interesse.

Performance auf Aufwertungen zurück. Diese Aufwertungen können jedoch nicht als zukünftiger Ertrags- und damit Performanceanteil extrapoliert werden.

Schwankungen der Währungen

Auf ausländischen Liegenschaftsportfolios fallen realisierte und nicht realisierte Währungsgewinne und -verluste an. Das Gleiche gilt für die Gewinn- und Verlustrechnungen von Absicherungskontrakten. Diese Positionen verzerren das Ertragspotenzial des Immobilienportfolios und sollten daher nicht in die Ertragsbeurteilung einfließen.

Ausgehend vom Nettoertrag ist je nach Kontext eine Reihe weiterer Korrekturen vorzunehmen:

Finanzierungsstruktur: Eine hohe Verschuldung erhöht die Rentabilität des Eigenkapitals. Die gängigen Erfolgskennzahlen auf Eigenkapitalbasis liefern daher ein verzerrtes Bild der Ertragskraft der Immobilien. Für eine entsprechende Korrektur sind der Verschuldungsgrad und die Kapitalkosten nötig.

Kostenstruktur: Wiederkehrende Vermögensverwaltungskosten und auch die Kosten für die Verwaltung der Liegenschaften sind bei den ausgewiesenen Rentabilitätskennzahlen in der Regel bereits mit den Erträgen verrechnet. Ein genaues Hinschauen ist jedoch trotzdem ratsam, da eine hohe Kostenlast auch auf die Rendite drückt, wenn diese (vor Kosten) einmal tiefer ist als im Betrachtungszeitraum. Die zum Teil substanziellen einmaligen Einstiegs- und Ausstiegsgebühren müssen zuerst amortisiert werden und schmälern damit das Renditepotenzial besonders in der kurzen Frist.

Risiko

Auch bei Kollektivanlagen im Bereich «Immobilien Ausland» sollte man das Ziel einer ausgewogenen Portfoliozusammensetzung im Auge behalten. Im Folgenden seien einige dieser Aspekte erwähnt, die uns bei den von uns untersuchten Kollektivanlagen besonders aufgefallen sind:

Diversifikation: Einige Vehikel im Markt haben einen sehr spezifischen geografischen Fokus oder verfügen erst über einen verhältnismässig kleinen Bestand an Liegenschaften. Eine Investition sollte aus Diversifikationsüberlegungen daher nur im Kontext eines grösseren Portfolios und zusammen mit anderen Kollektivanlagen erfolgen.

Konjunkturabhängigkeit: Anders als im Schweizer Markt investieren die verfügbaren Kollektivanlagen oft ausschliesslich in Geschäftsimmobilien. Die Erträge sind dabei grundsätzlich stärker von der Konjunktur abhängig als bei Wohnimmobilien. Die Tatsache, dass Wohneigentum im Ausland meist eine wesentlich grössere Rolle spielt als in der Schweiz, verursacht den Mangel an Kollektivanlagen mit ausländischen Wohnimmobilien.

Ein weiterer Grund besteht in regulatorischen Rahmenbedingungen, die den Zugang ausländischer Investoren zum Wohnungsmarkt beschränken.

Hebelwirkung der Verschuldung: Der Verschuldungsgrad variiert stark zwischen den verschiedenen Kollektivanlagen und Märkten. Zinserhöhungen, aber auch unvorteilhafte Wertveränderungen an den Liegenschaftsmärkten sind bei hoher Verschuldung von deutlich grösserem Gewicht.

Währungsrisiko: Ein Teil der Kollektivanlagen wird nur ohne Währungsabsicherung angeboten. Wenn diese Anlagen nicht im Rahmen eines Währungs-Overlay abgesichert werden, übernimmt der Investor damit erhebliche Währungsrisiken.

Transparenz: Transparenz und Schutz vor Korruption sind Grundvoraussetzungen für die Investition in Immobilien. Diese Voraussetzungen sind beispielsweise in vielen Wachstumsmärkten nur ungenügend erfüllt.

Liquidität

Bei den von uns untersuchten nicht kotierten Kollektivanlagen ist eine Rückgabe meist innerhalb einer Frist von 12 bis 36 Monaten möglich, solange der Anbieter nicht von seiner Möglichkeit eines Aufschubs Gebrauch macht. Ein institutionalisierter Sekundärmarkt ermöglicht in einigen Fällen kurzfristige Liquidität. Der Preis dieser Liquidität besteht in einem Preisaufschlag gegenüber dem Buchwert (Agio) und dem zusätzlichen Schwankungsrisiko.

Autoren:

Dr. Ueli Mettler, Partner
c-alm AG, Zürich

Philipp Weber, CFA, Head Research
c-alm AG, Zürich