

Libor-Satz überstiegen; und die Konkurrenten hielt man auch in Schach: Die jährlichen Total Returns der bekannten Unit Trusts Norwich Union und New Star Fonds über die vergangenen fünf Jahre (nach Kosten) betragen 10,56 Prozent beziehungsweise 9,15 Prozent. Mit einem Total Return (nach der 2,8 Prozent Index-Bereinigung) von 11,4 Prozent hat der GS UK IPD Tracker zu beiden Fonds eine Überschussrendite von jeweils 0,84 Prozent beziehungsweise 2,25 Prozent erwirtschaftet. Man erwartet bei Goldman Sachs, dass sich die in den vergangenen fünf Jahre besonders hohe Überschussrendite dank der immer noch relativ niedrigen Zinssätzen und der anhaltend hohen Erträgen im gewerblichen Immobilienmarkt weiterhin auf hohem Niveau einpendeln wird.

## Vor- und Nachteile

Mittels Investments über Immobilien-Derivate sind Immobilienportfolios praktisch augenblicklich geografisch und/oder spartenübergreifend diversifizierbar. Die Absicherung und das Risikomanagement eines bestehenden, längerfristig ausgerichteten Immobilienengagements sind flexibel skalierbar und rasch machbar. Das ganze finanztechnische Instrumentarium wie Kapitalgarantie, optionale Ausschüttungen, Fristentransformationen sowie Optionsstrukturen aller Art sind möglich. Dabei bleiben Transaktionskosten und Verwaltungsaufwand erheblich unter den Werten bei direkten Immobilienanlagen.

Es wird zudem ein Marktzugang für Privatinvestoren mit geringem Investmentvolumen geschaffen; diese erhalten eine für ihre Verhältnisse bisher unmöglich zu realisierende Diversifikationstiefe in ihren Portfolios.

Allerdings ist der Markt erst im Aufbau und die Investitionsmöglichkeiten werden sich erst nach und nach realisieren lassen. Derzeit ist der britische Markt der am weitesten entwickelte – allerdings erwartet Goldman Sachs, dass kontinentaleuropäische Märkte in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden in naher Zukunft nachziehen werden. ■

# Internationale Investments

## Indirekte Immobilienanlagen - Es gibt viele Wege, um in den europäischen Markt der nicht-kotierten Immobilienfonds zu investieren.

Von Ulrich Kaluscha\*

Die im November 2006 präsentierte Immobilien Investment Survey von Sal. Oppenheim Real Estate hat im Kern zwei grosse Trends beim Investitionsverhalten der Schweizer Institutionellen Investoren aufgezeigt:

- Der Wandel von direkt gehaltenem Immobilien-Eigentum in indirekt gehaltenes Immobilien-Eigentum hat ein grosses Ausmass angenommen.
- Der Ausbau des Anteils an Immobilien-Investments im Ausland wird zu einer wesentlich besseren Diversifikation des inländischen Bestandes führen

Die Geschwindigkeit, mit der der Wandel von direktem Eigentum in indirektes Eigentum vollzogen wird, wird in der Schweiz in diesem Jahr wesentlich durch die Steuerbehörden und die EBK bestimmt. Diese beiden werden in den nächsten Wochen und Monaten voraussichtlich eine Vielzahl von (Einzel-)Entscheiden fällen müssen, die alle im Zusammenhang mit den neuen Möglichkeiten des KAG stehen. Diese Entscheidungen werden einen wesentlichen Einfluss darauf ausüben, ob die Instrumente des KAG, insbesondere der SICAV, für eine Wandlung von direktem Immobilienbesitz in indirekten Immobilienbesitz in Frage kommen. Sollte es möglich sein, eine steuerneutrale Übertragung auf ein Instrument des KAG vorzunehmen, so wird sich die Geschwindigkeit des

Wandelns durch die dann sicherlich vermehrt stattfindenden «Verbriefungen» grösserer Immobilienbestände erhöhen.

Beim Ausbau seines Auslands-Exposures stehen heute dem Immobilieninvestor zunächst mehrere Möglichkeiten offen:

- Direktes Investment in eine Immobilie im Ausland.
- Indirektes Investment in eine kotierte Immobilien-Gesellschaft/-Fonds.
- Indirektes Investment in einen nicht-kotierten Immobilien-Fonds.

Grundsätzlich kann man davon ausgehen, dass der Immobilieninvestor daran interessiert ist, durch ein Auslands-Exposure eine erhöhte Diversifikation und damit eine Risikooptimierung herbeizuführen. Es ist aber auch ohne vertiefte Kenntnis von Markowitz (dem Erfinder der modernen Portfoliotheorie) leicht nachvollziehbar, dass der Erwerb einer einzelnen Immobilie im Ausland eher ein zusätzliches Risiko darstellt, als dass dieser Erwerb zu einer signifikanten Verbesserung des Risiko-Rendite-Profiles beitragen könnte. Ein Immobilieninvestor, der es

vorzieht, sein Auslands-Exposure durch ein direktes Investment aufzubauen, ist deshalb gut beraten, erst ab etwa zehn Immobilien in einem (Auslands-)Markt einen wirklichen Diversifikationseffekt zu erwarten. Dies setzt allerdings voraus, dass dieser Investor entweder selbst über ein sehr gutes Markt-know-how verfügt oder aber in der Lage ist, die jeweils besten lokalen Partner für sich zu gewinnen. In der derzeitigen Marktsituation dürfte es im übrigen eher länger dauern, bis das für eine echte Diversifikation benötigte Volumen investiert ist.

## Individuelle Auswahl

Viel schneller kann der Investor reagieren, der sein Auslands-Exposure auf der Basis von kotierten Immobilien-Gesellschaften oder -Fonds aufbauen möchte. Er hat die Auswahl aus einer Vielzahl von möglichen Gesellschaften und kann auf Basis eines transparenten Marktes seine individuelle Auswahl treffen. Auch hier sind die Kenntnisse über die lokalen Marktgegebenheiten (sowie allenfalls der juristischen Feinheiten) des je-

## Geplante Veränderungen der Anlageallokationen der Umfrageteilnehmer

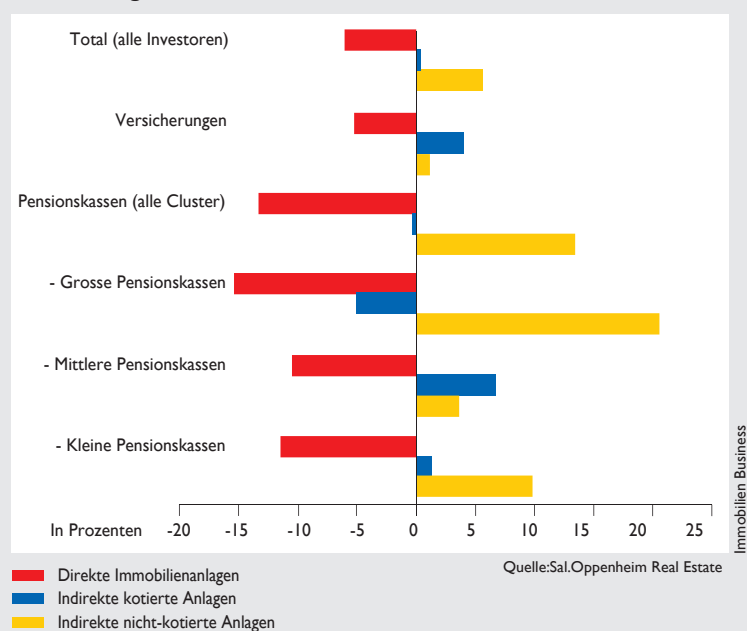




Bild: Presseclust

**Der Erwerb einer einzelnen Immobilie in Ausland stellt eher ein zusätzliches Risiko dar**

weiligen Landes grundsätzlich von Vorteil. Sollte der Investor aus diesem Grund eher ein passives Investment vorziehen, so hat er zum Beispiel mit Epra oder Nareit zwei Benchmark-Familien, an denen er die Zusammensetzung seines Portfolios orientieren kann. Die hohe Flexibilität und auch Liquidität in diesem Bereich bezahlt er allerdings mit der aus der Kotierung resultierenden Volatilität der Beteiligungswerte.

Erfreulicherweise hat sich im Bereich der nicht-kotierten Immobilien-Fonds in den letzten fünf bis sechs Jahren in Europa eine sehr professionelle institutionelle Investment-Community entwickelt, die sowohl aus den notwendigen Nachfragern (Investoren) als auch den notwendigen Anbietern (Asset-Managern) besteht. Wesentlicher Vorteil der nicht-kotierten Immobilien-Vehikel ist, dass diese in ihrem Ausschüttungs- und Wertentwicklungsverhalten nahezu 1:1 den Immobilienmarkt in den investiert wurde widerspiegelt.

**Beträchtliche Ein- und Ausstiegskosten**

Ein wesentliches Gestaltungselement bei den nicht-kotierten Immobilien-Fonds ist die Liquidierbarkeit (Liquidität) des Investmentanteils in einen solchen Fund. Die sogenannten offenen Funds, die eine jederzeitige Liquidität versprechen, «kranken» systembedingt an der zeitlich nicht synchronen und sehr viel länger dau-

ernden Liquidierbarkeit der dem Fund unterliegenden Immobilien. Damit ist ein Szenario wie im Frühling 2006 in Deutschland niemals auszuschliessen. Die sogenannten offenen Immobilien-Funds haben deshalb in der Regel Mindesthaltedauern («lock-up periods») und Sonderregelungen bei hohen Liquiditätsabflüssen vorgesehen. Investoren denen die ständige Liquidität wichtig ist, sind bei einem effektiven Ausstieg mit zahlreichen Einschränkungen und beträchtlichen Ein- und Ausstiegskosten konfrontiert. Umgekehrt geraten langfristige Investoren, welchen die Liquidität wichtig ist, aber diese nicht beanspruchen, in einer «Stillhalteposition», in der sie die Ineffizienzen des Offenen Funds tragen müssen.

Demgegenüber steht bei geschlossenen Immobilien-Funds die Laufzeit und damit die Bindung des Kapitals in engen Rahmen fest (zum Beispiel zehn Jahre mit der Möglichkeit einer einmaligen Verlängerung um zwei Jahre). Diese Funds verfolgen einen klaren Investment Case mit Aufbau und Abbau des Portfolios in der vorgesehenen Laufzeit und stellen somit klar auf einer IRR-Story ab. Der Fund-Manager wird am Ende der Laufzeit an dem effektiv erzielten und realisierten Erfolg gemessen und seine Erfolgsbeteiligung verdient tatsächlich diesen Namen. Der Investor erhält bei diesem Set-up die Möglichkeit, spätestens nach Ende der Laufzeit, über die Wiederanlage der erziel-

ten Mittel frei zu entscheiden. Somit ist er in der Lage, aber auch in der Pflicht, seinen Investitionsentscheid periodisch zu hinterfragen. Nur logisch, dass die vereinbarte, temporäre Illiquidität durch eine entsprechend höhere Rendite entschädigt wird. Hinzu kommt, dass bei einem Immobilieninvestment in einen geschlossenen Fund nicht mehr eine «Duration» von Null (wie beim direkten Immobiliensitz), sondern eine klar definierte Haltedauer zugrunde gelegt werden kann.

**Einige Rahmenbedingungen**

Wählt man als Immobilieninvestor den Weg über nicht-kotierte Immobilien-Fonds, um sein Auslands-Exposure aufzubauen, so sollte man sich über einige Rahmenbedingungen im Klaren sein:

- Die meisten nicht-kotierten Immobilien-Fonds verlangen von institutionellen Investoren ein Mindest-Investment von 10 Millionen Euro oder mehr.
- Auf ein vollzogenes Investment (Subscription Agreement) kommen fünf bis sechs abgebrochene detaillierte Fund-Analysen (inklusive Legal und Tax-Due Diligence).
- Um den notwendigen Diversifikationseffekt zu erzielen, sollte ein institutioneller Investor in mindestens sechs bis acht Ziel-Funds investiert haben.
- In der Regel sind in Immobilien-Investment-Organisationen die

notwendigen Prozesse und Kenntnisse im Bezug auf Manager-Selektion nicht vorhanden.

- Neben den wenigen grossen Fund-Anbietern gibt es eine Vielzahl von kleinen, hochprofessionellen und fokussierten Fund-Anbietern, die sehr attraktive Funds anbieten, aber genauso schwer zu finden sind.
- Mitentscheidender kompetitiver Vorteil ist der frühzeitige Zugang zu Fund-Managern bereits während der Phase der Konzeption eines Funds. Hier ergibt sich die Möglichkeit, noch Einfluss auf die Strategie (zum Beispiel Länderauswahl) oder Struktur (Fee-Struktur) des Funds zu nehmen.

Eine Möglichkeit, die Folgen der oben aufgeführten Rahmenbedingungen für die jeweilige Organisation zu optimieren (gänzlich neutralisieren kann man sie nicht) ist, den Weg über ein Fund-of-Funds-Produkt zu wählen. Die wesentlichen Vorteile einer Fund-of-Funds-Struktur sind:

- «Einkauf» von substanziellem Know-how im gesamten Bereich «nicht-kotierte Immobilien-Funds» inklusive Manager Selektion und Investment Strategie durch die Auswahl des richtigen Fund-of-Funds-Managers.
- Frühzeitiger Zugang zu Investment-Opportunities und damit die Möglichkeit des schnelleren Erreichens des Diversifikationsziels.
- Kein Aufbau von zusätzlichen Ressourcen beim Immobilien-Investor.
- Durch das Pooling von mehreren Investoren sind die Mindest-Investments auch für kleinere Investoren keine Hürde mehr.
- Die Due Diligence-Kosten können optimaler «geleveraged» werden.

Diese Vorteile haben für den Fund-of-Funds sicherlich ihren «Preis» in der Form einer zusätzlichen Fee-Struktur. Sie wird in der Regel aus einer Management Fee und einer Performance Fee bestehen und so eine Gleichschaltung von Investor und Fund-Manager sicherstellen. ▀

\*Ulrich Kaluscha ist Managing Director bei Sal. Oppenheim Real Estate, Zürich