

22. Anlageoption: Kотиerte Immobilienanlagen

Claudia Reich Floyd - 4IP

22.1. Real Estate Securities als Ergänzung zu PERE

Investitionen in Immobilien können heute auch indirekt und durch zahlreiche Arten von Vehikeln erfolgen. Die Ausweitung des Marktes und die Vergrößerung der Produktauswahl über die letzten 10 Jahre ermöglicht eine stärkere Diversifikation über verschiedene Regionen und Sektoren und somit eine bessere Risikostreuung. Neben indirekten Anlagen in PERE-Vehikel sah auch der Immobilienaktienmarkt in den letzten Jahren ein Wachstum des Marktvolumens auf über 1 Billion USD. Trotz der zunehmenden Ausbreitung sind die Investitionsmöglichkeiten jedoch noch begrenzt (siehe zum Beispiel auch in der Schweiz), sodass die Anlageklasse als Ergänzung zu PERE zu betrachten ist und in der Kombination ihren optimalen Diversifikationseffekt erreicht.

Regions	Sector Weights						TOTAL
	Office	Retail	Residential	Industrial	Hotel	Other	
USA	7.4%	9.7%	6.5%	1.8%	2.7%	11.1%	39.2%
Canada	1.5%	1.3%	0.6%	-	0.1%	0.9%	4.3%
	8.9%	11.0%	7.0%	1.8%	2.8%	12.0%	
UK	1.9%	1.6%	0.1%	0.4%	-	1.4%	5.4%
Continent	3.1%	4.8%	0.8%	0.3%	0.0%	1.9%	10.8%
davon Schweiz	0.6%	0.2%	0.1%	0.0%	-	0.1%	1.0%
	5.0%	6.3%	0.9%	0.7%	0.0%	3.3%	
Japan	6.0%	0.8%	0.3%	0.0%	0.1%	3.0%	10.1%
Asia ex-Jap.	2.7%	5.2%	3.1%	1.0%	1.1%	8.0%	21.2%
	8.7%	6.0%	3.4%	1.0%	1.2%	11.0%	
Pacific	1.7%	5.3%	0.2%	0.7%	0.0%	1.0%	8.9%
	10.4%	11.4%	3.6%	1.7%	1.2%	12.0%	
Global	24.3%	28.6%	11.6%	4.2%	4.1%	27.3%	100.0%

Abbildung 1: Regionale und Sektor-Gewichtung des globalen Immobilienaktienmarktes¹⁰⁰

Die Meinungen zur Anlage in börsenkotierten Immobilien-Unternehmen gehen insbesondere in Europa noch weit auseinander. Der Streitpunkt beginnt bei der Einordnung und Allokationsentscheidung – handelt es sich um Immobilien oder Aktien, und wer ist innerhalb eines Investmentsteams zuständig? In Kontinentaleuropa werden kотиerte Immobilienanlagen bisher nur geringfügig genutzt. Wobei in Ländern wie den USA, Australien, Kanada, den Niederlan-

¹⁰⁰ EPRA, Monthly Statistical Bulletin September 2010, S. 6.

den und Grossbritannien Investition über den Aktienmarkt zur allgemeinen Immobilienallokation gehört.

22.2. Real Estate Investment Trusts (REITs)

Das globale Anlageuniversum umfasst wie bereits erwähnt über 1 Billion USD, einige hundert Titel und eine Streuung der Segmente über Büro, Einzelhandel, Wohnen, Logistik, Lagerhallen, Studentenwohnheime, Altersheime, Self Storage, Hotel, Gefängnisse, Kinos, Schulen und Krankenhäuser.

Eine steuerbegünstigte Sonderform der Anlage, die weltweit insbesondere in den entwickelten Märkten besteht, ist der REIT – Real Estate Investment Trust. Grundeigenschaften der REITs differieren je nach Land, lassen sich aber in einigen entscheidenden Punkten zusammenfassen. Die Erträge des Unternehmens müssen aus der Bewirtschaftung eines eigenen Immobilienvermögens oder immobilienbezogener Tätigkeit stammen. Hohe Ausschüttungsquoten von bis zu 100% der Erträge werden den Investoren gegenüber garantiert und somit hohe Dividendenrenditen realisiert. In der Regel werden Erträge steuerfrei ausgeschüttet und sind nur auf Investorenebene zu versteuern. Eine Doppelbesteuerung wird dadurch vermieden. Des Weiteren wird eine hohe Transparenz und Kontrollmöglichkeit durch festgelegte Grundsätze und den Ausschluss interner Finanzierungsmöglichkeiten umgesetzt. Durch die regulatorischen Rahmenbedingungen bei REITs wird ein Vehikel geschaffen, welches eine Anlage in direkte Immobilien simuliert. Auch für Anleger mit geringerem Anlagebedarf wird eine Diversifikation auf globaler Ebene möglich. Im Vergleich dazu benötigt man bei Investitionen in direkten Immobilien mindestens 1 Milliarde USD, um eine gewisse globale Diversifikation zu garantieren.

22.3. Vorteile und Nachteile von REITs

Mieten werden nach Bewirtschaftungs- und Fremdkapitalkosten steuerfrei ausgeschüttet und wie bei Einkommen aus Mieteinnahmen direkt auf Investorenebene versteuert. Gleichzeitig kann eine professionelle Bewirtschaftung unterstellt werden, die transparent über die letzten Jahre kontrollierbar ist und Managemententscheidungen aus der Vergangenheit können kritisch beurteilt werden. Die Kostenstruktur der Bewirtschaftung kann von Economies of Scale profitieren, wie sich in der historischen Analyse von REITs zeigt.¹⁰¹ Auch die

¹⁰¹ Stahli, Bernd, Merrill Lynch Real View 590, London 28.06.2010, S. 5–6.

Transparenz und damit der Wettbewerb am Markt haben einen Einfluss auf Managementkosten. Die REIT-Struktur und ein hoher Prozentsatz von gelisteten Immobilienanlagen hat auch einen Anstieg der Transparenz zur Folge. Australien hat mit 18% eine hohe gelistete Immobilienquote mit einem sehr transparenten Markt, während Deutschland mit nicht einmal 2% (aber einem beträchtlichen Immobilienbestand) nur über wenige Möglichkeiten verfügt, über den gelisteten Markt zu investieren. Auch in der Schweiz ist mit 3.8% gelisteten Immobilienmarkt die Anlagemöglichkeit begrenzt.¹⁰²

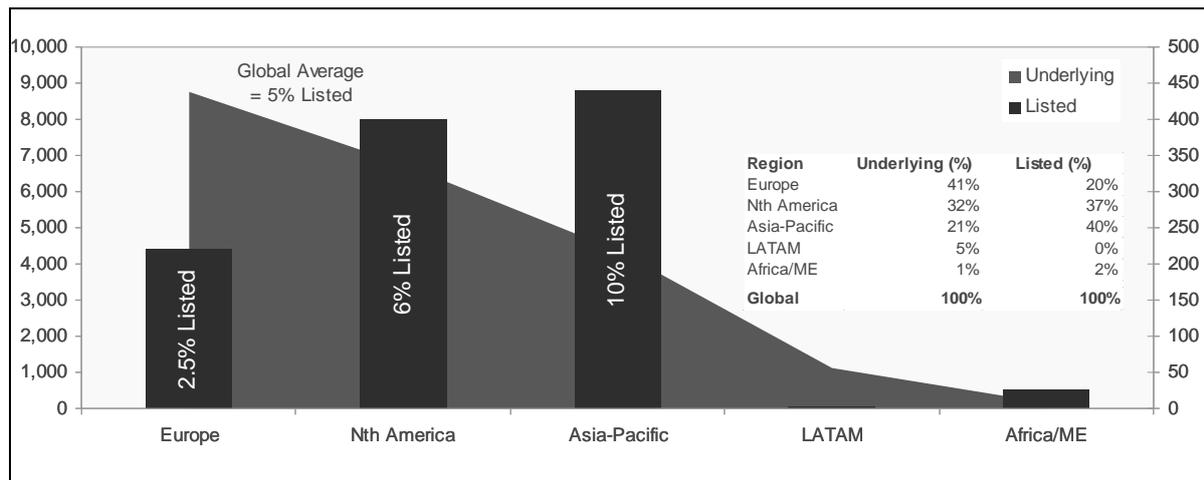


Abbildung 2: Zugang zu Immobilien über den gelisteten Markt in verschiedenen Regionen¹⁰³

Analysiert man die Managementkosten als Prozentsatz in Relation zum Wert des gesamten Immobilienportfolios, zahlen REITs in Grossbritannien aktuell durchschnittlich 0.72% jährlich an das Management, während der Durchschnitt, wenn alle Immobiliengesellschaften eingerechnet werden, 0.86% beträgt. In Kontinentaleuropa liegt der Durchschnitt bei 0.71%, wobei die Kosten bei einigen deutschen Unternehmen bis zu 2.6% betragen und diese eindeutig noch effizienter werden müssen. Managementkosten in Australien sind mit 0.43% durchschnittlich und einem Maximum von 0.55% für den Anleger um einiges attraktiver.¹⁰⁴ Grund der höheren Kostenstrukturen ist die Grösse der Unternehmen, kleine Immobilienportfolios können nicht im gleichen Masse von den Economies of Scale profitieren, aber auch die Effizienz des Geschäftsmodells an sich spielt eine Rolle.

¹⁰² EPRA, Monthly Statistical Bulletin September 2010, S. 5.

¹⁰³ EPRA, Monthly Statistical Bulletin September 2010, S. 5.

¹⁰⁴ Stahli, Bernd, Merrill Lynch Real View 590, London 28.06.2010, S. 5–6.

Historische Daten aus den USA zeigen, dass REIT-Teams die besseren antizyklischen Investoren sind und damit die Theorie eines effizienteren und professionellen Managements noch unterstützen. Vergleicht man beispielsweise den Nettobetrag aus Verkäufen und Käufen von Immobilien in den USA über die letzten 10 Jahre, wurden in den Peak-Jahren 2006 20 Mrd. USD und 2007 70 Mrd. USD von US-REIT-Teams mehr verkauft als gekauft. Fonds und Institutionen dagegen waren im Durchschnitt eher auf der Käuferseite.¹⁰⁵

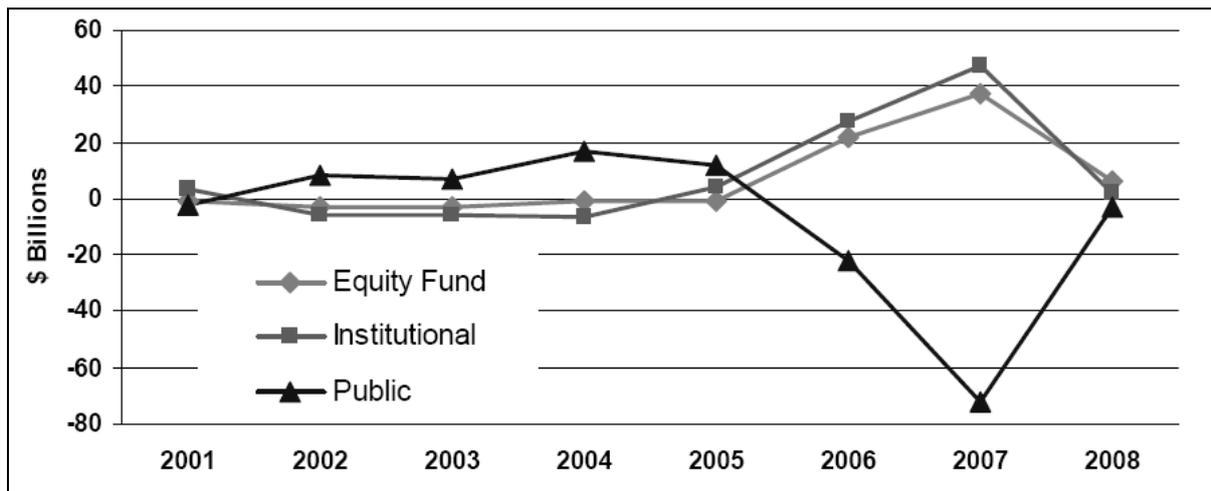


Abbildung 3: Nettosumme aus Käufen und Verkäufen von Immobilien¹⁰⁵

Neben der professionellen Bewirtschaftung verfügen REITs über weitere herausragende Vorteile verglichen mit direkten Immobilieninvestitionen, aber auch anderen Anlageprodukten. Die Stückelung der Anlage in kleine Anteile ermöglicht eine Grössentransformation, wie sie selbst in Fonds kaum gegeben ist. Durch die Handelbarkeit an den Börsen weltweit wird eine hohe Liquidität erzielt, die signifikant höher ist als in offenen Immobilienfonds (trotz grösserer Eigenkapitalbasis). Des Weiteren wird ein Marktpreis täglich erstellt. 2010 wurde ein durchschnittliches REIT-Volumen von EUR 30 Mrd. pro Woche an den Börsen weltweit gehandelt. Geringe Transaktionskosten unterstützen dieses Attribut und sind ebenso wie eine Reduktion von Informationskosten von Vorteil für die Anleger.

Mit diesen Eigenschaften sind jedoch auch andere Konsequenzen verbunden, die von vielen Investoren als negative Charakteristika angesehen werden. Durch die hohe Liquidität kann eine schnellere Reaktion auf aktuelle Marktsituationen erfolgen und damit zu Preisschwankungen der Immobilienaktien

¹⁰⁵ Green Street Advisors, Heard on the Beach 03.08.2009, S. 1.

führen. Verstärkt wird diese Tendenz dadurch, dass der Markt es ermöglicht, schnell auf starke Preisschwankungen zu reagieren und Opportunitäten „zu spielen“. Die Unternehmen sind eng mit dem Kapitalmarkt verbunden und damit auch abhängig von ihm. Es bestehen daher in einem kurzfristigen Anlagehorizont nur geringe Diversifikationsvorteile mit anderen Anlageklassen. Durch die gestreute Eigentümerstruktur bestehen nur beschränkte Mitwirkungsrechte und eine weitere Kostenkomponente für das Management-Monitoring muss der Vollständigkeit halber ebenso berücksichtigt werden.

22.4. Volatilität und Korrelation der Anlageklasse

Grösster Streitpunkt bei REITs ist die Volatilität und ihre Korrelation zum Aktienmarkt, ich werde daher etwas mehr im Detail darauf eingehen. Grundsätzlich ist das Problem bei den Alternativen Anlagen angesiedelt und der Fragestellung, wie das Risiko illiquider Investitionen wie Immobilien gemessen werden kann. Das gefühlte Risiko stellt sich für uns alle in den Preisschwankungen dar. Wird eine Investition jedoch nur zu einigen wenigen Zeitpunkten im Jahr bewertet, kann die Schwankung dieser Werte in einer logischen Konsequenz nicht mit einer Datenreihe ständiger Preisbestimmung wie einer (Immobilien-)Aktie verglichen werden. Leider folgt der menschliche Verstand nicht immer einer logischen Konsequenz, wie zum Beispiel auch Nassim Taleb in seinem Buch „Narren des Zufalls“ erläutert.

Es wäre vermessen, einem Unternehmen, dessen Bilanzsumme zu rund drei Vierteln aus Immobilien besteht, lediglich aufgrund der Börsennotierung den Immobiliencharakter abzusprechen. Dennoch kann nicht wegdiskutiert werden, dass Real Estate Securities während des Fast-Kollapses des Bankensystems und damit im dümmsten Moment keine der defensiven Eigenschaften zeigten, welche üblicherweise die Werbebroschüren der Investmentmanager schmücken. US-Real-Estate-Investment-Trusts (US-REITs) korrelierten sehr stark mit Aktien aus der Finanzindustrie, was auf die Unsicherheit bezüglich der Refinanzierung der Immobilien und in diesem Zusammenhang ein Ansnellen der Risikoprämien zurückzuführen war.

Der direkte Immobilienmarkt reagiert in Zeiten starker Preisänderungen dagegen erst einmal mit einem starken Rückgang der Transaktionen. Während Aktien auch oftmals von kurzfristig ausgerichteten Investoren gehalten werden, sehen Immobilienbesitzer kein Problem darin, die Immobilie lieber noch länger zu halten, als um jeden Preis auszusteigen. Diese Illiquidität führt in der Konsequenz also auch zu einer stabileren Preissituation. Nichtsdestotrotz

gibt der direkte Immobilienmarkt nach einer gewissen Zeit dem Preisdruck nach, wenn auch nicht in gleicher Masse wie die Börsenkurse. Die Preise, die über den Immobilienaktienmarkt vorgegeben werden, können also als Indikator für Immobilienpreistrends angesehen werden. Studien zeigen, dass zum Beispiel in Grossbritannien der direkte Immobilienmarkt in den letzten 20 Jahren bis 2009 mit einer durchschnittlichen Verzögerung von 6 Monaten auf Preisschwankungen am gelisteten Immobilienmarkt folgte. Die gemessene Korrelation der Jahresrenditen beträgt 0.76, wenn man sie um die 6 Monate Verzögerung bereinigt.¹⁰⁶

Wird nur über einen kurzen Zeitraum in Real Estate Securities investiert, ist die Hoffnung auf eine hohe Ähnlichkeit zu direkt gehaltenen Immobilien nicht unbedingt berechtigt. Dies liegt unter anderem daran, dass Börsenkurse das Ergebnis einer zukunftsbezogenen Beurteilung durch die Anleger sind und den Immobilienpreisen im direkten Markt sechs bis zwölf Monate vorauslaufen. Dadurch geht jedoch nicht der Immobiliencharakter verloren, sondern der Bezugszeitraum für die Preisbildung ist ein anderer.

Betrachtet man nun längere Zeiträume, so zeigt sich, dass sich verschiedene Renditemassstäbe über die Zeit im Durchschnitt angleichen. Die durch die Börsenkurse implizierten Anfangsrenditen von US-REITs können sich erfahrungsgemäss deutlich von den Anfangsrenditen von direkten US-Immobilienanlagen unterscheiden, sie sind diesen über drei und v. a. über 10 Jahre im Durchschnitt aber sehr ähnlich. Zudem sind die Dividendenrenditen von US-REITs wesentlich höher als jene von US-Aktien, was durch die starke Cashflow-Orientierung eines Immobilieninvestments ermöglicht wird.

¹⁰⁶ EPRA, Listed Property Performance 2010, 19.08.2010, S. 5.

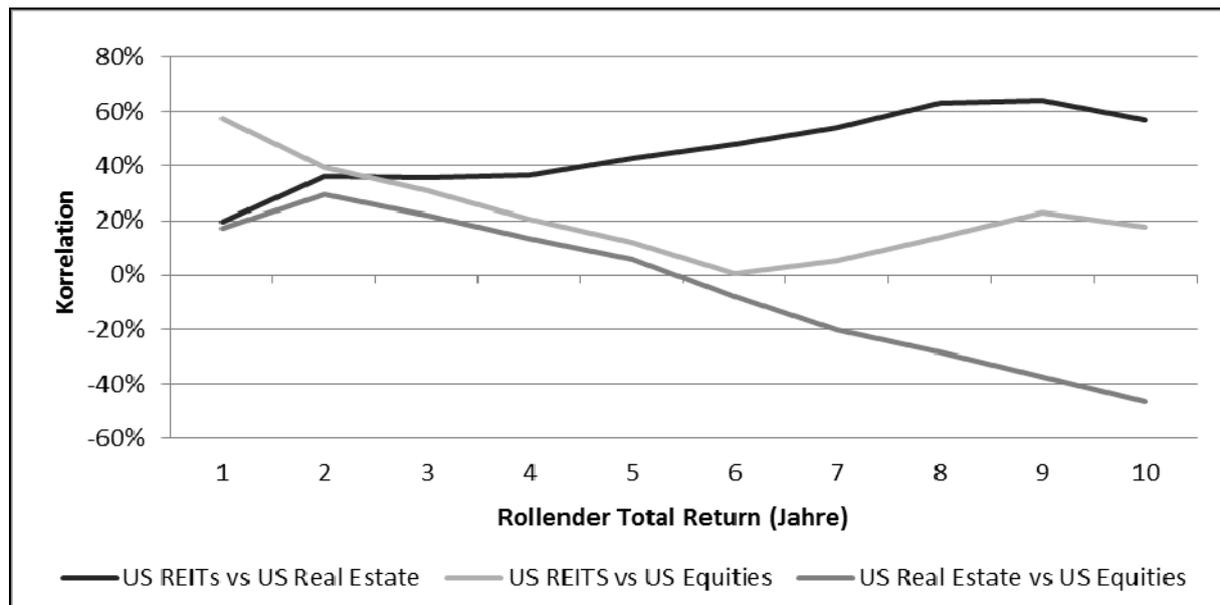


Abbildung 4: Absinkende Korrelation von REITs zum Aktienmarkt¹⁰⁷

22.5. Wie kann man die Anlageklasse „spielen“?

Eine Möglichkeit, die Volatilität zu reduzieren, ist eine Anlage mit niedrigeren Fremdkapitalquoten zu wählen. In Zeiten niedriger Zinsen kann bei geringer Fremdkapitalfinanzierung zwar der Cashflow niedriger ausfallen als bei Unternehmen mit hoch finanzierten Portfolios, aber betrachtet man die risikobereinigte Rendite, profitiert der Investor ab einem bestimmten Level nicht mehr von zusätzlichem Fremdkapital. Anleger bestimmen den Wert eines Immobilienportfolios nicht nur nach Cashflow-Gesichtspunkten, sondern auch nach dem damit verbundenen Risiko einer Schwankung dieses Cashflows. Investoren erwarten von Unternehmen mit höheren Fremdkapitalquoten höhere Renditen, die sie für das höhere Risiko kompensieren. In guten Zeiten hoher Cashflows zeigen diese Titel vielleicht gute Preise, aber sobald der Markt eine unsichere Phase durchläuft, werden sie überproportional abgestraft. Dadurch sind die Aktienpreisbewegungen von Immobilienunternehmen mit geringem Eigenkapitalanteil überproportional hoch. Anhand einer Studie von Greenstreet konnte aufgezeigt werden, dass eine höhere Eigenkapitalposition gleichzeitig von Investoren mit höheren Multiples und damit Aktienpreisen bewertet werden. Laut der Analyse wird deutlich, dass über die letzten 15 Jah-

¹⁰⁷ Quelle: 4IP Management, Bloomberg, Mai 2010.

re bis 2009 ein höherer Verschuldungsgrad von 100 Basispunkten mit einer geringeren Jahresrendite von 40 Basispunkten einherging.¹⁰⁸

Entwicklungsprojekte und damit verbundene Risiken können ebenfalls einen starken Einfluss auf die Bewertung haben und hohen Wertschwankungen unterliegen. Die Beschränkung von Bautätigkeiten in REIT-Strukturen macht daher durchaus Sinn. Auch Servicebusiness wie Fund Management kann die Rendite einer weiteren Volatilität unterwerfen, die für konservative Immobilieninvestoren nicht immer von Interesse ist. In Zeiten hohen Wachstums und hoher Investitionstätigkeit generieren diese Geschäftsarme zusätzliche Gebührenbeiträge, aber in stagnierenden Perioden können diese Bereiche sehr unprofitabel für eine Unternehmung sein. Bei der Auswahl von Immobilienunternehmen können auf der Basis des Rendite-Risiko-Appetites der Investoren also sehr unterschiedliche Strategien implementiert werden und die Investition in den gelisteten Markt sollte nicht unter einer Anlagestrategie verallgemeinert werden. Developed vs. Emerging Markets, Mieteigentümer vs. Developer, Europa vs. Global, Income mit hoher Dividendenrendite vs. Alpha mit hohen Wachstumsaussichten sind nur einige der verschiedenen Anlagestile, die umgesetzt werden können.

22.6. Ein zukunftsfähiges Anlagevehikel

Abschliessend ist zu vermerken, dass in Märkten, in denen die REIT-Struktur schon seit langem besteht, wie in den USA, Australien sowie Kanada, und daher etablierte Geschäftsmodelle gefahren werden, der REIT allgemein als Gewinner aus der Finanzkrise von 2008 hervorging. Es gelang einer Vielzahl von Unternehmen, sich innerhalb kürzester Zeit über den Kapitalmarkt zu refinanzieren, während anderen Immobilienbetreibern der Zugang zu überlebensnotwendigem Kapital verwehrt blieb. Aber auch langfristig gesehen sprechen die Fakten für die Performance der Anlageklasse. Über einen Zeitraum von 30 Jahren bis 2010 erzielten Immobilienaktieninvestitionen in den USA eine um 470 bp höhere jährliche Rendite als diversifizierte Core Funds. Während der Jahre 2000 bis 2010 konnten REITs Core Funds um 560 Basispunkte outperformen.¹⁰⁹ In der Praxis ist diese Outperformance für institutionelle Anleger noch höher, da viele aktive Fundmanager engagieren, die zu einem grossen Teil den Index schlagen. Seit 1995 gab es laut einer Studie von Russell nur

¹⁰⁸ Green Street Advisors, Heard on the Beach 01.05.2009, S. 1.

¹⁰⁹ Cohen & Steers, The Truth about real estate allocations, August 2010, S. 3.

drei Jahre, in denen aktive Manager nicht den Index schlagen konnten, und im Durchschnitt generierten sie eine 50 bp bessere Rendite als der allgemeine REIT-Markt.

Betrachtet man abschliessend das Anlagevehikel der REITs, müssen selbst Kritiker zugeben, dass es die einzige globale wirklich liquide Anlagemöglichkeit in einem nur beschränkt liquiden Markt darstellt. Trotz damit einhergehender Volatilität bietet es einen Mehrwert, den andere Immobilieninvestitionen in dieser Hinsicht nicht bieten können. Durch seine Eigenschaften stellt es eine optimale Ergänzung zu PERE-Investitionen dar.