

Liquiditätsanforderungen bei internationalen indirekten Immobilieninvestitionen



Von **Ulrich Kaluscha**
Managing Director
Sal. Oppenheim Real Estate, Zürich

Viele schweizerische institutionelle Investoren (Pensionskassen und Versicherungen) stehen vor der dringenden Aufgabe, ihre bisherige Immobilienanlagestrategie zu überprüfen und allenfalls anzupassen. Wie der im November 2006 präsentierte «Immobilien Investment Survey» von Sal. Oppenheim Real Estate gezeigt hat, ist damit zu rechnen, dass diese Überprüfung und Anpassung der Immobilienanlagestrategie dazu führen wird, dass die institutionellen Investoren massiv in ausländische Immobilienmärkte investieren werden. In der Mehrzahl der Fälle wird dies indirekt erfolgen.

Die Erfahrungen aus einer Vielzahl von intensiven Diskussionen mit institutionellen Investoren haben gezeigt, dass diese ihre Immobilienanlagestrategie ohne grosse Probleme auf die im internationalen Immobilienmarkt gängigen Risiko-/Rendite-Klassen «Core», «Value added» und «Opportunistic» abstimmen, obwohl diese Definitionen sicherlich intensiv diskutiert werden könnten. Erstaunlicherweise wird dem dritten Investitionskriterium neben Rendite und Risiko, der Liquidität, eine sehr hohe Bedeutung zugemessen; besonders häufig wird auch eine hohe Liquidität (Liquidierbarkeit) der ausländischen Immobilieninvestments verlangt.

Gründe für die Forderung nach Liquidität

Die Forderung nach einer hohen Liquidität des Immobilieninvestments entsteht hierbei nicht aus einer regulatorischen Notwendigkeit, da weder das Bundesamt für Privatversicherungen (BPV) noch das Bundesamt für Sozialversicherungen (BSV) in ihren Anlagerichtlinien hierzu spezielle für Immobilien geltende Regelungen aufstellt.

Es sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass z.B. für das BPV «Liquidität» bedeutet, dass ein institutioneller Investor jederzeit den voraussehbaren Bedarf an flüssigen Mitteln sicherstellen muss. Hierbei ist dem Investor freigestellt, aus welcher Assetklasse er die flüssigen Mittel bereitstellt. Damit wäre die Forderung allenfalls aus dem jeweiligen für den institutionellen Investor massgebenden Asset-/ Liability-Management (ALM) zu rechtfertigen. Hierzu ist anzumerken, dass eine Vielzahl der mittleren und kleineren institutionellen Investoren (verständlicherweise) nur über ein rudimentäres ALM-Modell verfügen und somit auch dieser Erklärungsansatz zum Scheitern verurteilt ist. Es scheint also, dass die Forderung nach Liquidität vielmehr auf einem subjektiven «Sicherheitsbedürfnis» der jeweiligen verantwortlichen Instanzen basiert (z.B. dem Stiftungsrat bei der Festlegung der Anlagerichtlinie oder dem Investmentmanager im Rahmen der Investmententscheidung).

Immobilien und Liquidität – ein Widerspruch in sich

Direkt gehaltene Immobilien sind grundsätzlich langfristige Investitionsobjekte, die sich aufgrund der hohen Transaktionskosten und zum Teil sehr grossen Losgrössen nicht für eine kurzfristige Investitionsstrategie eignen. Diesen Sachverhalt akzeptieren

die institutionellen Investoren bei ihrem schweizerischen direkten Immobilienbesitz ohne Probleme, und sie sind sich auch bewusst, dass in Abhängigkeit der Immobilienzyklen bestimmte Segmente von Zeit zu Zeit quasi illiquid werden (wie z.B. Mehrfamilienhäuser in der Immobilienkrise der 90er Jahre). Die Frage der erhöhten Liquidität kommt meistens erst dann ins Spiel, wenn indirekt in Immobilien investiert wird. Hier gilt allerdings, dass jeder Versuch, ein langfristiges Investitionsgut kurzfristig liquide zu machen, mit Ineffizienzen bezahlt werden muss («Liquiditätsprämie»). Aus diesem Grund sollte darauf geachtet werden, dass nur dort Liquidität gefordert wird, wo sie unbedingt notwendig ist.

Möglichkeiten der Bereitstellung von Liquidität bei

Immobilieninvestitionen

Grundsätzlich lassen sich im Rahmen von indirekten Immobilieninvestitionen drei Ebenen der «Liquiditätsbereitstellung» unterscheiden:

- a) Vehikelebene (z.B. Fonds)
- b) Multi-Manager- / Fund-of-Funds-Ebene
- c) Gesamtstrategieebene

a) *Vehikelebene*: Die Bereitstellung von Liquidität auf Vehikelebene erfolgt in der Regel im Rahmen von sogenannten «offenen Fonds». Diese sind dadurch gekennzeichnet, dass sie dem Investor ermöglichen, in regelmässigen Abständen Fondsanteile zurückzugeben (oder auch neu zu zeichnen). Die Manager solcher Fonds sind einem permanenten Zielkonflikt unterworfen, da sie gleichzeitig in langfristige Investitionsobjekte investieren sollen und dennoch kurzfristig Liquidität bereitstellen müssen. Dieser Zielkonflikt wird in der Regel durch das Halten eines hohen Anteils an liquiden Mitteln (Cash) im

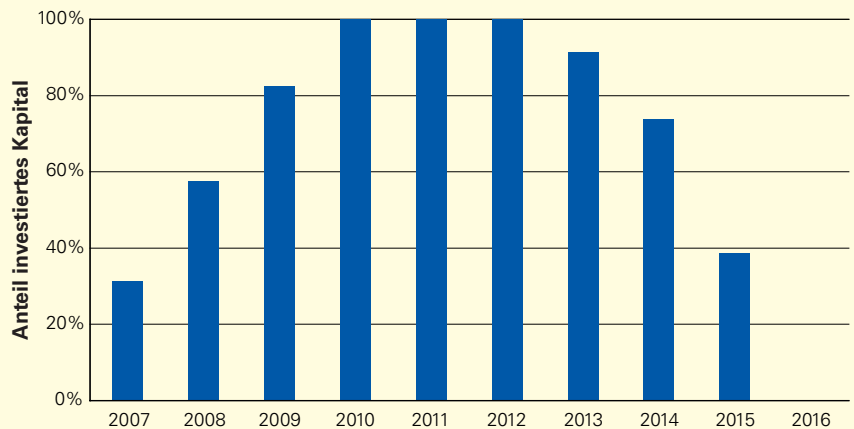
Fonds «gelöst». Diese Lösung ist allerdings für die Investoren sehr teuer, da die liquiden Mittel nur eine geringe Performance für den Fonds erwirtschaften.

Für institutionelle Investoren werden im Markt auch sogenannte «Semi-open-end»-Fonds angeboten. Bei diesen Fonds versuchen die Fonds-Manager, den Zielkonflikt durch verschiedene Einschränkungen bei der Rückgabe der Fondsanteile zu entschärfen. Diese «Entschärfungsmassnahmen» beinhalten in der Regel die folgenden Komponenten: Mindesthaltedauer, mehrjährige Kündigungsfristen, Aussetzen der Rücknahme der Anteile (einseitig nur durch Fondsmanager), Verlängerung der Aussetzung der Rücknahme der Anteile (nach Rücksprache mit Investorenbeirat). Auf diese Art und Weise kann ein Investor in einen «Semi-open-end»-Fonds durchaus für eine Investitionszeit von sechs bis acht Jahren bezüglich dieses Investments illiquide sein.

Ein Investor, der ein vorhandenes Liquiditätsbedürfnis ausschliesslich über offene Fonds abdecken möchte, muss sich weiterhin darüber im klaren sein, dass offene Fonds fast ausschliesslich im Investitionsstil «Core» investieren (d.h. niedrige Immobilienrendite, die auf Fondsstufe auch noch durch die Liquiditätsprämie weiter reduziert wird). Somit stehen für den Investor im Rahmen seiner Diversifikationsmöglichkeiten die Investitionsstile «Value added» und «Opportunitic» nicht zur Verfügung. Zum einen verliert er durch diese Einschränkung sicherlich Diversifikationspotential (d.h. Verzicht auf Risikoreduktionspotential), zum anderen ist es möglich, dass er sogar signifikante Marktchancen verpasst.

b) Multi-Manager- / Fund-of-Funds-Ebene: In einer Fund-of-Funds-Struktur, wie es z.B. Sal. Oppenheim Real Estate Investment Advisors (Sopreia) mit ihrem 4IP European Real Estate Fund of Funds für institutionelle Investoren anbietet, wird weitgehend auf Liquidität auf Vehikelebene verzichtet und mehrheitlich in geschlossene Fonds mit einer festen Laufzeit investiert. Dadurch wird eine Minderrendi-

Liquiditätsplanung mit Immobilieninvestments



Durch die geschickte Auswahl von Fonds mit unterschiedlicher Laufzeit weiss der Investor bei einem Fund of Funds, wann er mit Mittelrückflüssen rechnen kann. Diese Art der Liquiditätsplanung setzt allerdings voraus, dass der Investor in der Anfangsphase von einer festen Investitionszeit ausgeht.

te durch übermässiges Halten von liquiden Mitteln auf Stufe der einzelnen Fonds verhindert.

Durch die geschickte Auswahl von Fonds mit unterschiedlicher Laufzeit ist für den Investor nach Abschluss der Investmentperiode (zwei bis drei Jahre) allerdings klar, wann er mit Mittelrückflüssen (Liquidität) rechnen kann. Diese Art der Liquidität setzt allerdings voraus, dass der Investor zunächst grundsätzlich mit einer festen Investitionszeit (von z.B. zehn Jahre) leben kann. Innerhalb dieser Zeit wird das Investmentkapital abgerufen und wieder zurückgezahlt (s. Grafik).

Um die «Wiederanlageproblematik» zu entschärfen, wird der Fund-of-Funds-Manager dem Investor die Möglichkeit geben, das zurückgezahlte Kapital sofort wieder in einen neuen Fund of Funds zu investieren.

c) Gesamtstrategieebene: Falls es für einen institutionellen Investor wichtig ist, aufgrund der Anlagestrategie oder sonstiger Rahmenbedingungen eine höhere Liquidität darzustellen, bietet es sich an, im Rahmen einer Gesamtstrategie neben einem Fund-of-Funds-Investment zusätzlich ein Investment in kotierte Immobilienvehikel (oder einen Index) vorzusehen. Durch die Berücksichtigung von kotierten Immobilienvehikeln wird allerdings die Total-Return-Charakteristik des Gesamtimmobilienexposures durch Kapitalmarkteinflüsse überlagert, was zu einer

unerwünschten höheren Korrelation mit Equities führt. Demgegenüber stehen zwei Vorteile, die allenfalls die Erhöhung der Korrelation wettmachen: Zum einen kann der Anteil, der in kotierte Vehikel angelegt wurde, immer als «liquide» Immobilienquote ausgewiesen werden. Zum anderen ist es möglich, einen «allozierten» Investitionsbetrag sofort zu 100% in kotierte Immobilienvehikel zu investieren und erst später in einen Closed-end-Fonds umzuschichten. Da dies auch umgekehrt möglich ist (Closed-end-Fonds in kotiertes Vehikel), entfällt so die Wiederanlageproblematik für den Investor.

Fazit

Institutionelle Investoren, die ein internationales indirektes Immobilienexposure aufbauen wollen, sollten keine unnötig hohen Liquiditätsanforderungen stellen, da diese mit hohen Kosten verbunden sind. Sofern Investitionszeiträume von zehn bis zwölf Jahren akzeptabel sind, so sollte ein Investment in Closed-end-Fonds in Betracht gezogen werden. Durch die Berücksichtigung von Fund-of-Funds-Strukturen lässt sich eine Liquidität darstellen, falls dies gewünscht wird. Erweitert man darüber hinaus das Investmentpektrum noch auf kotierte Immobilienvehikel, so lässt sich ein durchaus attraktiver Mix aus renditeoptimierten Closed-end-Fonds und liquiden Aktientiteln oder Indexprodukten darstellen. ●