

## Internationale Immobiliendiversifikation

# Potenzial für Schweizer Pensionskassen

Während Aktien und Obligationen bei Schweizer Pensionskassen eine internationale Diversifikation vorweisen, ist dies bei Immobilien selten der Fall. Verschiedene Studien und Beispiele ausländischer Pensionskassen zeigen jedoch ein positives Risiko-Rendite-Potenzial.

Die Schweizer Pensionskassen bauen zurzeit ihre Investitionen in Immobilien aus und erreichen gemäss dem CS-Pensionskassenindex für das dritte Quartal 2010 einen Stand von 19.9 Prozent des Anlagevermögens. Dieser Höchststand ist eine indirekte Folge der internationalen Finanzkrise. Einerseits haben andere Anlagekategorien wie zum Beispiel Aktien in den letzten Jahren an Wert verloren, andererseits hat das Interesse an Immobilienanlagen – insbesondere in der Schweiz – durch die relativ hohe und stabile Wertentwicklung zugenommen.

Man sollte sich jedoch nicht in Sicherheit wiegen. Verschiedene Marktteilnehmer, dazu zählt auch die Schweizerische Nationalbank, weisen auf die Gefahr einer Immobilienblase hin. Der Schweizer Immobilienmarkt ist vermehrt ausgetrocknet und die Nachfrage treibt die Preise weiter in die Höhe. Die Akquisitionsstrategie vieler Pensionskassen auf dem Schweizer Markt darf vor diesem Hintergrund in Frage gestellt werden. Gleichzeitig bieten verschiedene ausländische Märkte nach einer Korrekturphase attraktive Einstiegschancen.

### Mangelnde internationale Diversifikation

Während Pensionskassen (PK) Obligationen und Aktien international diversifizieren, findet dies bei Immobilien nicht statt. Bei der letzten Umfrage des Beratungsunternehmens Lusenti & Partners im Jahre 2009 sind weniger als 1 Prozent des Anlagevermögens in Auslandsimmobilien investiert, während der Schweizer Anteil bei rund 18 Prozent liegt. Auch wenn in der

Kategorie Aktien Ausland einige ausländisch kotierte Immobilienaktien berücksichtigt werden müssen, kann nicht von einer internationalen Diversifikation gesprochen werden. Der in den Anlagerichtlinien vorgesehene maximale Anteil von 10 Prozent für ausländische Immobilienanlagen wird bei weitem nicht ausgeschöpft.

Die Vernachlässigung der internationalen Diversifikation bei PK wirkte sich in den letzten zwei Jahren positiv auf die Performance aus. Langfristig hilft jedoch eine internationale Diversifikation, das Immobilienportfolio optimaler, hinsichtlich Risiko und Rendite, auszurichten. Verschiedene Studien zeigen auf, dass mit einem international diversifizierten Portfolio positive Diversifikationseffekte erzielt werden können. Eine 2009 erschienene Studie von Pacific Star und der Henley Business School weist eine Allokation im Immobilienbereich von rund 40 Prozent Europa, 30 Prozent Amerika und 30 Prozent Asien als optimal aus. Dabei wird aufgezeigt, dass für ein europäisches Portfolio bei gleichbleibender Rendite das Risiko reduziert werden kann.

### Internationale Allokation bei ausländischen PKs

Die Erfahrungen der deutschen, englischen und niederländischen institutionellen Investoren zeigen, dass es mehrere Jahre braucht, um eine internationale Immobiliendiversifikation erfolgreich umzusetzen. Wie Tabelle 1 zeigt, fällt die Allokation ausserhalb

des Heimatmarktes bei europäischen PK zwar sehr unterschiedlich aus, sie liegt aber zwischen 13 (Grossbritannien) und 57 Prozent (Niederlande) des Anlagevolumens im Immobilienbereich.

Die Mehrheit der Institute in den drei Ländern wollen ihre Allokation weiter ausbauen und dies mehrheitlich durch indirekte Investmentvehikel. Die Performance

#### In Kürze

- > Ausländische Pensionskassen investieren im Immobilienbereich massiv ausserhalb ihres Heimatmarktes
- > Für Schweizer Pensionskassen ist eine ähnliche Entwicklung zu erwarten
- > Die entsprechende Diversifizierung wirkt sich positiv auf das Rendite-/Risikoprofil aus

der grössten zwei niederländischen Pensionskassen ABP (20 Mrd. Euro in Immobilien) und PGGM (10 Mrd. Euro in Immobilien) liegt für das Jahr 2009 bei 13 beziehungsweise 9 Prozent. Auch wenn die Finanz- und Immobilienkrise der vergangenen Jahre Spuren hinterlassen hat, wird an

#### Autor

**John Davidson**  
Dr., CAIA, Dozent und  
Co-Studienleiter MAS  
Immobilienmanagement  
am  
Institut für Finanzdienstleistung Zug IFZ (Hochschule  
Luzern – Wirtschaft)



**Tabelle 1: Allokation von institutionellen Anlegern in Immobilien**

	Deutschland (EUR Mrd.)	UK (GBP Mrd.)	Netherland (EUR Mrd.)
Direktinvestitionen	34.3	52.7	45.3
Direktinvestitionen in %	57.5%	65.6%	37.2%
Indirekte (Non-Listed)	17.2	23	41.6
Indirekte (Non-Listed) in %	28.8%	28.6%	34.2%
Andere (Joint Venture, Listed)*	8.2	4.6	34.7
Andere (Joint Venture, Listed)* in %	13.7%	5.7%	28.5%
<b>Total 2010</b>	<b>59.7</b>	<b>80.3</b>	<b>121.7</b>
Im Ausland/Nicht Heimmarkt	20.4	10.5	69.9
% Im Ausland/Nicht Heimmarkt	34%	13%	57%

\*Direkte Vergleich ist verzerrt durch die Berücksichtigung von EUR 26.5 Mrd. listed RE bei Netherlands in die RE-Allokation. Die anderen berücksichtigen diese nicht unter RE.

Quelle: INREV, 2010

**Tabelle 2: Fonds im Fundraising**

	USA	Europa	Asien/Rest of World	Total
Anzahl Fonds	220	97	81	398
Zielvolumen (USD Milliarden)	70	35	26	131
Durchschnittsgrösse Fonds (USD Millionen)	318	360	321	331

Quelle: Preqin, September 2010

der internationalen Diversifikation bei der Mehrheit der institutionellen Investoren festgehalten.

**Anlageuniversum**

Bei den nichtkотиerten Anlagen wird zwischen geschlossenen und offenen Fonds unterschieden. Während die offenen Fonds mehrheitlich im Core Bereich investieren, sind geschlossene Fonds vor allem in Spezialgebieten aktiv. Tabelle 2 zeigt die Anzahl Fonds, die gegenwärtig Kapital aufnehmen wollen, und welches Zielvolumen angepeilt wird. Das Gesamtvolumen beträgt rund 131 Mrd. Dollar. Zudem ist bei der Darstellung ersichtlich, dass mittlerweile Europa und Asien eine Vielzahl von neuen Produkten aufweisen und einen beachtlichen Marktanteil halten. Gerade asiatische Immobilienfonds eignen sich, um von den wirtschaftlichen und demografischen Entwicklungen mittels Immobilieninvestitionen zu profitieren.

Für einen ersten Fondsüberblick in Europa eignet sich die Datenbank vom

europäischen Verband INREV. Dabei berücksichtigt die Datenbank rund 464 Fonds mit einem Gesamtvermögen von 260 Mrd. Euro.

**Diversifikation eine Frage der Zeit**

Neben den positiven Diversifikationseffekten sprechen einige Gründe dafür, dass der Zeitpunkt für die Planung und Umsetzung einer internationalen Immobilienstrategie günstig ist:

- Im Schweizer Immobilienmarkt ist der Grossteil der Immobilien in Privatbesitz und die Grösse des Schweizer Immobilienmarktes erschwert es zunehmend, interessante Immobilienobjekte zu attraktiven Preisen zu akquirieren.
- In einem schwierigen Investitionsumfeld mit historisch tiefen Zinsen und grosser Unsicherheit sind attraktive, stabile Anlagen schwierig zu finden.
- Durch die starken Wertkorrekturen bei ausländischen Immobilienanlagen in den letzten Jahren können sich gute Einstiegschancen ergeben.

- In einem Inflationsumfeld können Immobilien profitieren.
- Immobilieninvestitionen sind eine gute Möglichkeit, um von den demografischen Trends und dem wirtschaftlichen Wachstum in den aufstrebenden Märkten zu profitieren.
- Verschiedene Fondsmanager haben Schwierigkeiten, Kapital für ihre geschlossenen Fonds bei den Investoren einzusammeln. Insofern sind neue Investoren in einer guten Verhandlungsposition (zum Beispiel bei Gebührenverhandlungen).
- Zudem sollte ein internationale Portfolio über mehrere Jahre aufgebaut werden, um Marktschwankungen zu minimieren (Vintage Diversifikation).

Die Frage drängt sich auf, wieso Schweizer Pensionskassen keine internationale Immobiliendiversifikation verfolgen. Wichtige Gründe dafür dürften unter anderem die Kenntnis des Heimmarktes, der Cashflow in Schweizer Franken und der Umstand sein, dass Pensionskassen schon seit ihrer Gründung einen guten Teil ihres Vermögens in Schweizer Immobilien halten.

Es muss eine Frage der Zeit sein, bis sich die Schweizer Pensionskassen auch im Immobilienbereich international diversifizieren, denn der Anlage- und Renditedruck auf Pensionskassen bleibt hoch. Der Aufbau von internem Know-How und die Entwicklung und Umsetzung einer solchen Strategie darf nicht unterschätzt werden. Das zeigen zahlreichen Beispiele von Schweizer wie auch ausländischen Pensionskassen. Langfristig werden auch bei den illiquiden Immobilien – wie die verschiedenen Studien und Erfahrungen zeigen – analog zu Aktien und Obligationen positive Diversifikationseffekte generiert. ■