

Zurich

Realität setzt den Massstab

IMMOBILIEN-ANLAGEN I

Die richtige Gewichtung von Investitionen gestaltet sich schwierig: Die Optimierung mittels Finanzmathematik ist zu wenig produktiv.

ANDREAS LOEPFE

Zur Risiko-Renditeoptimierung von Immobilienanlagen kann nicht auf die Analyse und Prognose effizienter Marktpreise (Börsenkurse) abgestellt werden.

Die für einzelne Immobilienmärkte vorhandenen, meist nur jährlich erhobenen Performance-Daten basieren in der Regel auf Immobilienbewertungen und nicht auf effektiven Transaktionen und sind aufgrund der geringen Datenmenge in nur wenige Marktsegmente unterteilbar. Alle Versuche, die historischen Daten mit Hilfe von teilweise sehr aufwendigen statistischen Verfahren zu «veredeln», haben zwar zu einem besseren Verständnis von Immobilienanlagen beigetragen. Letztlich verbleibt aber unter realen Bedingungen eine nach wie vor unbefriedigende Unschärfe dieser traditionellen Optimierungsansätze.

Die gängigen Modelle versagen

Spätestens, wenn auch die marktspezifischen Risiko- und Korrelationserwartungen für die Zukunft quantitativ formuliert werden sollen, versagen die gängigen Modelle. Die den Immobilienmärkten zugrunde liegende langfristige ökonomische, demografische und umweltbezogene Raumdynamik scheint sich auf einem ausserordentlich komplexen, historisch einmaligen Pfad zu

bewegen. Angesichts der Tatsache, dass Immobilien rund die Hälfte des Weltvermögens ausmachen, sind entsprechende Allokationsentscheide in der Praxis dennoch faktisch unausweichlich.

Die Schwierigkeit der Allokation beginnt damit, dass unter dem Begriff «Immobilien» unterschiedliches subsumiert wird. In der Schweiz wird darunter traditionellerweise nur die Direktanlage verstanden. Seit einiger Zeit gewinnen auch indirekte Anlagen, wie etwa Immobilienfonds.

Im angelsächsischen Raum wird zur Klärung dieser Frage das aus der allgemeinen Kapitalmarkttheorie stammende 4-Quadranten-Modell angewendet. Alle (Immobilien-)Anlagen lassen sich in

Rund die Hälfte des Weltvermögens steckt in Immobilien. Deshalb gibt es kein Ausweichen.

vier Gruppen einteilen: Man unterscheidet zwischen Eigen- und Fremdkapital sowie zwischen kotierten und nicht kotierten Anlagen.

Das Verständnis der Immobilienanlagen wird dadurch breiter: Neben Direktanlagen werden auch indirekte Immobilienanlagen und Hypotheken als Immobilieninvestments betrachtet, da allen diesen Anlagen letztlich ein Immobilien-Markttrisiko zugrunde liegt. Mit dem 4-Quadranten-Modell können so die «Zugangswege» – die sogenannten Finanzintermediäre – in die unterschiedlichen Immobilienmarktsegmente analysiert und strukturiert werden.

Allokation nach Marktvorgaben

Aufgrund der mangelnden Datenbasis kann aber auch mit dem 4-Quadranten-Ansatz die eigentliche Allokation in die realwirtschaftlichen Immobilienmarktsegmente nicht präzise mit finanzmathematischen Mitteln bestimmt werden. Alternativ, besteht aber die Möglichkeit der Orientierung am real existierenden Marktportfolio. Aus den effizienten Märkten ist bekannt, dass es nur einzelnen vorübergehend gelingt, «den Markt zu schlagen».

Ein Beispiel: Verschiedene Studien zeigen, dass Schweizer Pensionskassen im Inland durchschnittlich 60% in Wohnen, 20% in Büros und 10% in den Einzelhandelsinvestieren. Alle anderen Nutzungen machen lediglich 10% aus. Hinzu kommen, gemessen am inländischen Engagement, knapp 30% Investitionen in ausländische, vorwiegend indirekte Immobilienanlagen.

Die «Zürich»-Anlagestiftung hat diese Verteilung übernommen und bietet drei Anlagegruppen an, die zusammen wiederum diese Gesamtallokation ergeben. Damit können Pensionskassen ihre bestehende Immobilienallokation ergänzen und erweitern und so die Struktur des Marktportefeuilles mit dem beabsichtigten Volumen abbilden.

Andreas Loepfe, Leiter Real Estate Research & Strategies, Zürich Versicherungs-Gesellschaft, Zürich.



Argus Ref 30300288