

Liquidität als springender Punkt

Spezifische Risiken von Immobilien-Anlagestiftungen

Mit den Immobilien-Anlagestiftungen (AST) wurde für institutionelle Investoren ein Vehikel geschaffen, indirekt und steuerbegünstigt in Immobilien zu investieren. Wachstum und Performance der Immobilien-AST unterstreichen die Attraktivität des Vehikels. Ein guter Moment, das Risikoprofil des Anlagevehikels Immobilien-AST näher zu betrachten.

Spezielle Sondervermögen Immobilien der Anlagestiftungen und effektive Immobilien-AST bilden unter den indirekten Immobilienanlagen der Schweiz denjenigen Bereich, der am stärksten wächst. Seit 2000 ist der Sektor um elf Vehikel auf 19 angewachsen. Mindestens weitere drei bis fünf AST sind am Markt in Vorbereitung. Das Bilanzvolumen hat sich fast verfünffacht, und das durchschnittliche Volumen hat sich auf zirka 800 Mio. Franken verdoppelt. Weiteres Wachstum wird angestrebt, und die Nachfrage nach AST-Anteilen übersteigt das Angebot.

Risikoprofil

Das Risiko von Immobilienanlageprodukten lässt sich in drei Ebenen teilen: Vehikel, Portfolio und Objekt. Folgend wird nur auf Risiken des Vehikels Immobilien-AST eingegangen:

Die Regelungen des Bundesamts für Sozialversicherungen (BSV) enthalten die Empfehlung¹, dass bei «weniger marktgängigen Basisanlagen» die Rückgabe innerhalb eines Jahres vollzogen werden können sollte. In der Praxis finden sich in den Reglementen und Statuten der Immobilien-AST Rückgabefristen von 1 über 3 bis zu 12 Monaten. Die Frist von 12 kann auf 24 Monate verlängert werden. Möglich

ist auch der Beschluss eines längeren Aufschubs durch die Anlegerversammlung.

Bezüglich der Fungibilität, also der Austausch- und Ersetzbarkeit, ist der Handel von Ansprüchen über einen Zweitmarkt explizit untersagt. Dies schliesst nicht aus, dass die AST einen Interessenten für Anteile eines Investors findet, der seine Anteile zurückgeben möchte. Die Vereinbarung von «Lock-up-Perioden», also Zeiträumen, in denen keine Ansprüche zurückgegeben werden dürfen, ist eine weitere Ausprägung. Erst nach Ablauf können Anleger mit einer Kündigungsfrist von beispielsweise einem Jahr Ansprüche zurückgeben. Solche Regelungen führen zu einer faktischen Illiquidität des Investments über den festgelegten Zeitraum.

Durch die obigen Regelungen bezüglich Rückgabe und Fungibilität kann die Liquidität der Anteile erheblich eingeschränkt werden. Muss eine Immobilien-AST für die Rückgabe von Anteilen Liquidität schaffen, gibt es hier grundsätzlich vier Wege: 1. Rückzahlung der Anteile aus vorhandener Liquidität; 2. kurzfristige Erhöhung des Fremdkapitalanteils, um aus dieser Kreditaufnahme die Rückgabe zu finanzieren. 3. Suche eines Käufers für die Anteile. 4. Veräusserung von Liegenschaften, um die notwendige Liquidität zu schaffen.

Die Fremdkapitalaufnahme ist auf 40 Prozent der Verkehrswerte des Immobilienvermögens beschränkt.² Aus dieser Regelung ergibt sich keine grundsätzliche Risiko-Position. Die überwiegende Zahl der Anlagestiftungen hat dieses Mass nicht ausgeschöpft, sondern agiert zurückhaltend (im Durchschnitt zirka 13 Prozent Fremdkapital-Quote)³.

Ein weiteres Kriterium für das Risiko ist die Volatilität einer Anlage. Vergleicht man die Entwicklung mit anderen Anlageklassen, so zeigt sich, dass die Volatilität des KGAST-Index⁴ gering ist. Der Index zeichnet sich durch eine kontinuierliche Steigung aus. Die Zeitreihe seit 1998 zeigt in dem 11-jährigen Zeitraum lediglich vier Zeitpunkte marginalen Rückgangs. Fraglich ist, ob die niedrige Volatilität (0.6 Prozent; Zeitraum 2000 bis 2007)⁵ die wahren Marktverhältnisse abbildet. Der IAZHn

² Anforderungen an Anlagestiftungen, BSV, Aufsicht Berufliche Vorsorge, Februar 2009, Art. 5.3.5.

³ KRE-Research.

⁴ KGAST-Index: Kapitalgewichteter Index für den Total Return der Immobilien-AST. Gemessen wird der Erfolg der Wertentwicklung der Anteile der Stiftungen zuzüglich der reinvestierten Ausschüttung.

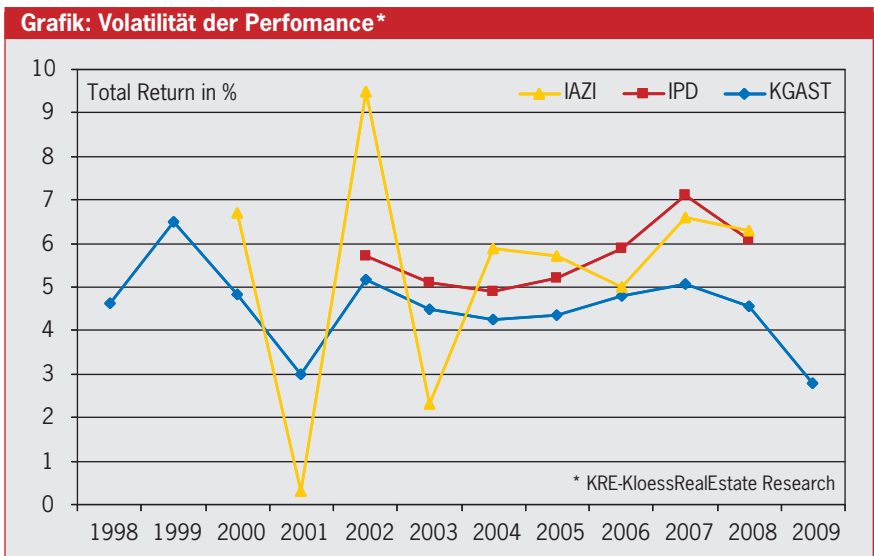
⁵ Sal.-Oppenheim-Präsentation anlässlich des Swiss Equity Real Estate Day, November 2008.

Autor

Stephan Kloess
Dr. oec., ist mit der Firma «KRE-KloessReal-Estate» als unabhängiger Investment Advisor für institutionelle Investoren tätig sowie Mitglied der Rüd-Blass-Indexkommission



¹ Anforderungen an Anlagestiftungen, BSV, Aufsicht Berufliche Vorsorge, Februar 2009, S. 10, Art. 3.2.



dex weist über sieben Jahre eine Volatilität von zirka 4 Prozent auf. Eine Erklärung kann im hohen Wohnanteil im KGAST-Index liegen, der dann jedoch die Frage der wirksamen Diversifikation aufwirft.

Die Immobilien-AST investiert hauptsächlich in den Sektor Wohnen (knapp 60 Prozent) und ist über die Regionen hinweg diversifiziert. Gemischte Produkte sind meist «in sich» diversifiziert, wogegen spezialisierte Produkte dem Investor erlauben, durch die Kombination von fokussierten Produkten die Diversifikation selber herzustellen. Allen Immobilien-AST ist gemein, dass die Sicherheit des Cashflows im Fokus steht.

Die Volatilität bei NAV-basierten Anlagevehikeln hängt an der Bewertung.⁶ Her-

⁶ Für AST, die keine monatlichen NAVs publizieren, wird eine Näherungsformel verwendet, um abrupte Sprünge in der Performance zu vermeiden. Watson Wyatt, Performance-Vergleich vom 30.6.2009, Erläuterungen zum Bericht, S. 33.

ausforderung ist die Modellierung der Inputgrössen: Erträge, Kosten, Diskont- und Kapitalisierungszinssatz und damit die Einschätzung künftiger Marktverhältnisse.

In Kürze

- > Die tiefe Volatilität bei Immobilien-Anlagestiftungen ist zum Teil in ihrer Illiquidität begründet
- > Der Markt ist den Immobilienindizes bis zu 18 Monate voraus

Der Markt ist den Indizes zirka 18 Monate voraus, sodass sich aktuelle Verhältnisse nur schwer aus jährlichen Veröffentlichungen ablesen lassen. Allen NAV-basierten Anlagevehikeln inhärent ist ein gewisser Glättungseffekt. Dieser ist durchaus positiv, da er Verzerrungen kotierter Anlagevehikel herausnimmt. Die Herausforderung der Bewertung liegt darin, künftige

Marktwerte zu treffen. Ob dies gelingt, zeigt sich erst in der Transaktion. Bei Vehikeln, die eine «Buy-and-hold»-Strategie verfolgen, bleibt die Frage, wann der Markttest eintritt. Vor diesem Hintergrund ist der buchhalterische Nutzen der Wertsteigerungen sowie die reale Stabilität der Cashflows bei einem stetig steigenden Index hoch. Offen bleibt, wie Investoren einen möglichen Exit gestalten wollen angesichts der Tatsache, dass buchhalterische Werte die effektiven Verhältnisse am Transaktionsmarkt nur ungenau abzubilden vermögen.

Auch unwahrscheinliche Szenarien beachten

Bisher wurden Immobilien-AST dank der stabilen Entwicklung des Schweizer Immobilienmarkts noch keinem Belastungstest unterzogen. Dies möge auch so bleiben. Aufgrund der Ereignisse der letzten zwei Jahre sollten wir alle klüger geworden sein und es uns zur Gewohnheit machen, auch Szenarien zu untersuchen, die als nicht wahrscheinlich eingestuft werden. Aus diesem Grund ist es sinnvoll, auch die Immobilien-AST auf Risiken zu untersuchen. Aufgrund ihrer Konstruktions-eigenschaften ist sie den indirekten ausländischen Vehikeln sehr ähnlich. Würde es, aus welchen Gründen auch immer, zu einer grösseren Zahl an Rücknahmege-suchen kommen, wird sich die Immobilien-AST in ihrer Liquidität und Fungibilität wahrscheinlich als sehr eingeschränkt entpuppen. Somit sollten Investoren darauf achten, dass die Illiquidität mit einer entsprechenden Rendite und der Stabilität der Cashflows entschädigt wird. ■

La liquidité: un point crucial

Les risques des fondations de placement immobilier

Le véhicule des fondations de placement immobilier (FPI) a été créé pour permettre aux investisseurs institutionnels d'investir indirectement dans l'immobilier sous un régime fiscal privilégié. Mais qu'en est-il du profil de risque des FPI?

Le risque des produits de placement immobilier se scinde en trois niveaux: le véhicule, le portefeuille et l'objet. Ci-après, nous allons seulement nous intéresser aux risques du véhicule FPI:

Dans les réglementations de l'Office fédéral des assurances sociales (OFAS) figure la recommandation¹ que les «placements de base d'une négociabilité restreinte» devraient pouvoir être retournés en l'espace d'un an. Dans la pratique, les règlements et les statuts des FPI prévoient des délais de retour oscillant entre 1, 3 et jusqu'à 12 mois. Le délai de 12 mois peut être prolongé à 24. Un report plus long peut aussi être décidé par l'assemblée des investisseurs.

Concernant la fongibilité, autrement dit, la possibilité d'échanger ou de remplacer, la négociation des parts sur un marché secondaire est explicitement interdite. Ce qui n'exclut pas que la FPI trouve un repreneur potentiel pour les parts qu'un investisseur désire rendre. La définition de périodes bloquées pendant lesquelles il est impossible de rendre les parts est également caractéristique. Les investisseurs pourront seulement rendre leurs parts après échéance d'une telle période bloquée, par exemple avec un délai de préavis d'un an. Des réglementations de ce genre scellent une illiquidité de fait de l'investissement pendant la période déterminée.

¹ Exigences envers les fondations de placement, OFAS, surveillance de la prévoyance professionnelle, février 2009, p. 10, art. 3.2.

La régulation du retour et de la fongibilité peut sérieusement restreindre la liquidité des parts. Une FPI qui doit mobiliser des liquidités pour honorer des parts retournées dispose en principe de quatre possibilités: 1) rembourser les parts en puisant dans les liquidités disponibles; 2) augmenter provisoirement le capital tiers pour financer les retours avec les crédits levés; 3) chercher un repreneur pour les parts; 4) vendre des biens-fonds pour générer les liquidités nécessaires.

La levée de capitaux tiers est limitée à 40% de la valeur vénale de la fortune immobilière.² Cette régulation ne constitue pas un poste de risque supplémentaire. Les fondations de placement dans leur grande majorité font preuve de retenue et n'ont pas épuisé cette mesure (taux de capital tiers en \varnothing 13%)³.

La volatilité d'un placement constitue également un critère de risque. Comparée à l'évolution d'autres classes d'actifs, il s'avère que la volatilité de l'indice CAFI est faible.⁴ L'indice se caractérise par une progression régulière. La série chronologique depuis 1998 montre seulement 4 incidents ponctuels de recul marginal sur

² Exigences envers les fondations de placement, OFAS, surveillance de la prévoyance professionnelle, février 2009, art. 5.3.5.

³ KRE-Research.

⁴ Indice CAFI: Indice pondéré en fonction de la capitalisation pour le rendement total des FPI. Les mesures portent sur l'évolution positive de la valeur des parts des fondations, majorée des distributions réinvesties.

cette période de 11 ans. Reste à savoir si la faible volatilité (0.6%, période de 2000 à 2007)⁵ reflète la situation effective sur le marché. L'indice CAFI affiche une volatilité de l'ordre de 4%. L'explication réside peut-être dans le fort pourcentage d'immeubles locatifs dans l'indice CAFI, ce qui soulève évidemment la question de la diversification efficace.

En bref

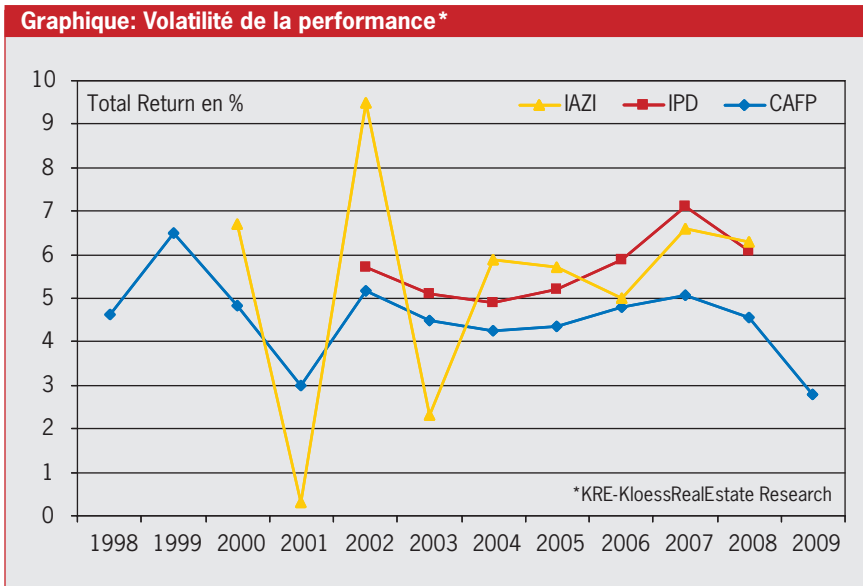
- > La faible volatilité des fondations de placement immobilier tient en partie à leur illiquidité
- > Le marché a jusqu'à 18 mois d'avance sur les indices immobiliers

La FPI investit essentiellement dans le secteur locatif (autour de 60%) et affiche une diversification régionale. Les produits mixtes sont généralement diversifiés «intrinsèquement», tandis qu'avec les produits spécialisés, l'investisseur peut diversifier lui-même en combinant les produits visés. La garantie du cash-flow est une priorité commune à toutes les FPI.

L'évaluation crée la volatilité des véhicules de placement basés sur la NAV⁶. La difficulté consiste à modéliser correctement les paramètres d'entrée: recettes, coûts, taux d'escompte et de capitalisation, et donc à formuler les bonnes hypo-

⁵ Sal. Oppenheim Présentation à l'occasion de la Swiss Equity Real Estate Day, novembre 2008.

⁶ Pour les FPI qui ne publient pas de NAV mensuelle, une formule d'approximation est utilisée afin d'éviter les sauts abrupts de performance. Watson Wyatt, comparaison des performances du 30.6.2009, commentaires du rapport, p. 33.



thèses quant à l'évolution future de la situation sur le marché. Le marché anticipe environ 18 mois par rapport aux indices, de sorte que les publications annuelles ne donnent pas un reflet effectif de la situation actuelle. Une caractéristique inhérente à tous les véhicules de placement basés sur la NAV, c'est un certain effet de lissage tout à fait positif puisque neutralisateur des distorsions de véhicules de placement cotés. Le défi de l'évaluation

consiste à bien anticiper les valeurs de marché futures. Et on ne verra qu'au moment de la transaction si on a mis dans le mille. Pour les véhicules pratiquant une stratégie de «buy and hold», reste la question de savoir quand interviendra le test du marché. Sur un tel fond, les plus-values et une stabilité réelle des cash-flows pour un indice en constante progression sont d'une grande valeur comptable, mais les investisseurs qui envisagent une sortie

devront bien réfléchir à la façon de s'y prendre, sachant que les valeurs comptables ne donnent qu'une représentation approximative de la situation réelle sur le marché des transactions.

Egalement prendre en compte les scénarios invraisemblables

Jusqu'à présent, les FPI n'ont encore jamais été soumises à un vrai test sous effort grâce à l'évolution stable du marché immobilier suisse et on ne peut qu'espérer que cela durera. Mais après les événements de ces deux dernières années, nous devrions avoir appris la leçon et nous intéresser aux scénarios même les plus invraisemblables. Nous allons donc tenter de cerner les risques éventuels de la FPI. Ses caractéristiques constitutives la rendent assez proche des véhicules indirects étrangers. Confrontée à une multiplication des demandes de reprise, quelle qu'en soit la raison, elle s'achopperait très vite à sa liquidité et à sa fongibilité très limitées. Les investisseurs devraient donc s'assurer que ce handicap de l'illiquidité soit compensé par un rendement adéquat et des cash-flows stables. ■

Stephan Kloess