

Immobilien Ausland

Unsichere Bewertungen, eingeschränkte Liquidität

Die Corona-Pandemie liess im März nicht nur Aktien einbrechen, sondern auch kotierte Immobilienfonds. Wie soll man sich als Investor in einer solchen Situation verhalten und welcher Einfluss ist auf nicht-kotierte Anlagen zu erwarten? Wie sehen die Perspektiven ausländischer Immobilien für Schweizer Pensionskassen aus?

IN KÜRZE

Indirekte Investitionen in ausländische Immobilien erfordern aktuell eine genaue Beobachtung. Insbesondere die Themen Gleichbehandlung der Investoren und Liquidität stehen oben auf der Agenda.

Die Angst vor einer Pandemie mit weltweiter Ausgangssperre lässt die Aktienmärkte gegen Ende März 2020 um fast 40 Prozent einbrechen, gewisse kotierte Immobiliengesellschaften sogar um fast 50 Prozent. Bei privaten Immobilienanlagen in offenen Core-Fonds war grosser Diskussionsbedarf vorhanden bezüglich des Einflusses auf die Immobilienwerte im ersten Quartal 2020 (Q1). Da die meisten Bewertungen bereits Anfang März stattfanden, widerspiegelten sie den Einfluss von Covid-19 noch nicht.

Wie ist der Unsicherheit Rechnung zu tragen?

Die Auswirkungen von Covid-19 liessen sich auch heute noch nicht vollständig abschätzen. Immobilien-Vereinigungen (beispielsweise die Standesorganisationen NCREIF, INREV oder ANREV) haben rasch Diskussionsplattformen geboten. In den Regionen Nordamerika, Asien und Europa einigte man sich darauf, dass die bereits erfolgten Bewertungen nochmals angepasst würden – ergänzt mit einer Fussnote «wesentliche Bewertungsunsicherheit». Die australischen Fonds wechselten sogar sofort in einen monatlichen externen Bewertungszyklus des vollen Portfolios, wobei auch diese mit einer «Bewertungsunsicherheitsklausel» erfolgen.

Erfahrungen von Publica

Als Investorin in zwölf solcher privaten Immobilienfonds (siehe Kasten) stellte sich Publica relativ rasch die Frage, ob eine zusätzliche Wertberichtigung nötig sei. Hierzu wurde schon bei Beginn der Investitionen in diese Anlageklasse

ein Prozess definiert, der regionale kotierte Immobiliengesellschaften, Zinssätze und andere ökonomische Kennzahlen auf monatlicher Basis überwacht und bei Verletzung gewisser Schwellenwerte eine Diskussion mit dem Management über einen Wertberichtigungsbedarf während des Quartals vorsieht. Dies, weil die Fonds grösstenteils quartalsweise bewertet werden.

Auch Ende März 2020 wurden die Fonds kontaktiert, um vorausschauend zu eruieren, ob bereits eine Indikation über zukünftige Verluste vorhanden ist. Aufgrund des Zeitpunkts Ende März, kurz vor Quartalsende, und der grossen Unsicherheit war es jedoch nicht möglich, objektiv eine sinnvolle Wertberichtigung zu vollziehen. Die Bewertenden stützten sich vielfach auf den Transaktionsmarkt, der beinahe zum Erliegen kam. Die Auswirkungen von Covid-19 auf die Immobilienwerte waren deshalb nur schwer abschätzbar und die vorgenommenen Anpassungen der Fonds konzentrierten sich auf Annahmen bezüglich Mietwachstum, Leerstandsquote und Wiedervermietung. Bei langfristigen Mietverträgen in einem diversifizierten Core-Portfolio haben diese Parameter einen nur sehr kleinen Einfluss auf die Immobilienwerte. Eine zusätzliche Wertberichtigung war zu diesem Zeitpunkt schlichtweg objektiv nicht zu quantifizieren.

Wie ist mit Zeichnungen und Rücknahmen zu verfahren?

Aus dieser Problematik ergab sich ein weiterer relevanter Punkt: Da die Fonds offen sind, können quartalsweise Zeich-



Tobias Marcin
CAIA,

Private Markets Specialist,
PUBLICA

nungen und Rücknahmen erfolgen. Sollte ein Fonds die Werte nur unsicher festhalten können, ist darin ein gewisses Risiko enthalten, dass Investoren zu «falschen» Preisen ein- oder aussteigen.

Kapitalabrufe wurden bereits Ende März von den Fonds aufgeschoben beziehungsweise von Publica nicht instruiert. Insbesondere im Falle einer zukünftigen Wertkorrektur wäre es für einen langfristigen Anleger unvorteilhaft, wenn andere Investoren bei zu hohen Preisen aussteigen könnten.

Da die Fristen für Rückgaben bei den meisten Fonds bereits Mitte Februar lagen, also noch vor den ersten Pandemieanzeichen, und die Rücknahmen nur geringe Summen umfassten, entschieden sich die meisten Fonds, die Rückzahlungen zum vorherrschenden «unsicheren» Q1-Preis vorzunehmen. Wegen der zunehmenden Unsicherheit im Verlauf des zweiten Quartals und der höheren Rücknahmegesuche haben sich mittlerweile viele US-Fonds dazu entschlossen, die Fonds zu schliessen oder Auszahlungen zu begrenzen. In Europa (Ausnahme UK) und Asien zeichnet sich diese Tendenz noch nicht ab.

Als langfristige Anlegerin begrüsst Publica den Mechanismus, dass ein Fonds bei materiellen Gründen Kapitalflüsse verhindern kann. Immobilien sind von Natur aus illiquid, was bei Verkaufszwang zu negativen Folgen für den Fonds und die Investoren führt. Um hohe Rücknahmeforderungen zu bedienen, müssten Immobilien mit teils hohen Abschlägen verkauft oder zusätzliches Fremdkapital aufgenommen werden. Ein Aussetzen des Kapitalflusses kann die Interessen von aussteigenden, verbleibenden und zukünftigen Investoren am besten vereinen.

Illiquidität korrekt abbilden

Hier kommt aus strategischer Sicht ein wichtiger Punkt ins Spiel: Anleger sollten sich der Illiquidität solcher Anlagen bewusst sein und diese in einer ALM-Studie korrekt abbilden. Obwohl die Fonds als offen gelten, können sie von den Fondsgesellschaften in unsicheren Zeiten geschlossen werden. Es gibt zwar einen funktionierenden Sekundärmarkt, bei diesem sind jedoch Abschläge möglich. Es ist deshalb in einer ALM-Studie darauf zu achten, dass andere

Anlageklassen die in Krisen benötigte Liquidität aufweisen.

Alle zwölf Fonds haben zeitnah und transparent informiert – ein wichtiger Punkt für die Fonds, um das Vertrauen von Investoren nicht zu verlieren. Bei den täglichen Telefonkonferenzen, Artikeln und privaten Diskussionen geht der Überblick relativ schnell verloren. Ein Tool hat geholfen, Fonds zu vergleichen, Gremien laufend zu informieren und durch diese unsichere Zeit zu navigieren. Pro Fonds wurden unter anderem die aktuelle und erwartete Preisentwicklung, die Bewertungspraxis, die aktuellen Rücknahmen/Zeichnungen und wie viel effektiv davon umgesetzt wird, die Liquidität der Fonds und deren Fremdkapitalquote, der Einzelhandel sowie die zukünftigen Portfoliotransaktionen erfasst.

Diversifikation bleibt zentral

Es ist offensichtlich, dass gewisse Sektoren wie Hotellerie und Einzelhandel (Non-Food) am stärksten unter der Krise leiden. Vieles hängt davon ab, wie lange Ausgangssperren aufrechterhalten bleiben und ob eine zweite Welle zu erneuten Einschränkungen führen wird.

Für Anleger ist es auch im Bereich Immobilien wichtig, über alle Regionen und Sektoren diversifiziert zu investieren. Immobilien in New York City leiden stärker als in anderen amerikanischen Regionen, in Asien hat sich die Situation früher entspannt als in Europa oder Amerika. Sektoren wie Logistik oder Residential helfen zudem, Verluste im Bereich Hotellerie auszugleichen.

Und die Anlagestiftungen?

Da die meisten Schweizer Pensionskassen nicht direkt in Immobilienfonds investieren, sondern meistens über Anlagestiftungen oder Dachfonds, soll abschliessend noch die Brücke zu solchen Investitionsformen geschlagen werden. Die oben beschriebenen Überlegungen gelten natürlich für das Fondsmanagement solcher Anlageformen gleichermaßen, und es sollte sichergestellt sein, dass jederzeit ein Überblick über die zugrundeliegenden investierten Fonds möglich ist, der eingesehen werden kann.

Zusätzlich stellen sich die Fragen der Bewertung und der Liquidität auf Stufe Fondsvehikel: Ist es möglich, quartalsweise Zeichnungen und Rücknahmen

vorzunehmen, und können diese zu einem verlässlichen Preis vorgenommen werden? Ist genügend Liquidität vorhanden? Wie geht der Dachfonds damit um, wenn plötzlich Rückzahlungen gefordert werden, seine zugrundeliegenden Fonds jedoch geschlossen wurden? Auch für Immobilien-Dachfonds sollten in einer ALM-Studie korrekte Annahmen hinterlegt sein, da die Liquidität in Krisen eingeschränkt werden könnte. **I**

Handlungsempfehlungen

Bedarf für Wertberichtigung abklären

Bei quartalsweiser Bewertung kann es sinnvoll sein, einen Prozess zu definieren, um in Krisensituationen bereits frühzeitig eine Wertberichtigung vornehmen zu können.

Diskussion mit den Fonds aufnehmen

Zusätzlich zu den offiziellen Kanälen der Fonds ist es hilfreich, Fragen privat mit dem Fondsmanagement zu diskutieren.

Bei ALM-Studie korrekte Annahmen definieren

Auch offene Fonds im Bereich Core-Immobilien können schliessen, was zu einer illiquiden Anlage führt. Bei einer ALM-Studie sollten adäquate Annahmen hinterlegt werden. Es handelt sich um eine Anlageklasse mit einem langfristigen Anlagehorizont, die nicht geeignet ist für Kurzfristigkeit oder Liquiditätsbedarf.

Diversifizieren über Regionen und Sektoren

Nur in einzelne Sektoren oder Regionen investiert zu sein, führt zu einem idiosynkratischen Risiko. Es sollte bewusst breit diversifiziert investiert werden.

Übersicht und Information als Führungsinstrument

Die breite Information und Transparenz der Fonds sollte geeignet aggregiert werden, um internen und externen Informationsbedürfnissen nachzukommen.

Wie Publica im Bereich Immobilien investiert

Schweiz

Nur Direktimmobilien.

Ausland

Zwölf offene Core-Fonds wurden in den Regionen USA, Australien, Pan-Asien und Europa selektiert. Es wird in qualitativ hochwertige Liegenschaften an besten Lagen investiert (Core). Publica investiert direkt in diese Fonds und bildet somit selber einen kleinen Dachfonds.