

## Anlagestiftungen

# Der Umgang mit Illiquiditätsrisiken

Die Immobilienteilvermögen von Anlagestiftungen erfreuen sich seit Jahren sehr grosser Beliebtheit. Falls der Trend kehrt und viele Anleger gleichzeitig aussteigen möchten, stehen den Anbietern verschiedene Handlungsoptionen zur Verfügung.

Anlagestiftungen haben in der Schweiz eine lange Tradition und bieten eine effiziente und erprobte Struktur für die Verwaltung institutioneller Vorsorgegelder. Eine Spezialausprägung sind Immobilienanlagegruppen, die sich ausschliesslich auf Immobilienanlagen national wie international, direkt oder als Multimanager-Mandat, ausgerichtet haben.

Die hohe Nachfrage nach Immobilienanlagen, die auf dem Net Asset Value (NAV) basieren, führt dazu, dass eine Vielzahl der auf dem Schweizer Heimmarkt etablierten Immobilienanlagegruppen seit Jahren für Zeichnungen geschlossen sind.

Die hohe Popularität dieser Anlageform zeigt sich nicht erst seit der Tiefzinsphase und entsprechend limitierten direkten Anlagemöglichkeiten auf dem Immobilienmarkt. Vielmehr vereinen Immobilienanlagegruppen die Vorteile einer breiten Streuung der Risiken, einer geringeren Volatilität im Vergleich zu kotierten Immobilienvehikeln sowie einer etablierten und Pensionskassen-vertrauten Governance-Struktur, die Transparenz und Mitsprache ermöglicht.

### Nachfrage übersteigt das Angebot

Neue Ansprüche werden in der Regel durch eine zeitlich befristete Öffnung der Anlagegruppe emittiert. Es steht der Anlagegruppe dabei frei, beliebig viele Ansprüche auszugeben. Die Anleger ihrerseits sind im Grundsatz berechtigt, beliebig viele Ansprüche zu erwerben und diese auch wieder an die Anlagestiftung zurückzugeben.

In der Regel werden die Konditionen für die Ausgabe und die Rücknahme von Ansprüchen in den Statuten oder Reglementen der Anlagestiftungen respektive in den Prospekten im Detail geregelt.

Bei Anlagegruppen, die ihre Vermögenswerte in internationale Immobilien

investieren, werden die Kapitalabrufe oft auf Kommittment-Basis vorgenommen (Kapitalzusagen). Auch hier gibt es zum Teil längere Warteschlangen, da auch auf den globalen Immobilienmärkten ein hoher Nachfrageüberhang besteht.

### Zwangsverkäufe bei Marktverwerfungen lassen sich verhindern

Was passiert nun aber, sollte ein Anleger oder gleich eine Vielzahl von Anlegern ihre Ansprüche wieder zurückgeben wollen?

Anlagestiftungen müssen die Ansprüche bei entsprechendem Rücknahmegesuch einer Pensionskasse zum NAV abzüglich eines allfälligen, vordefinierten Abschlags (Verwässerungsschutz) zurückgeben. Häufen sich solche Rücknahmegesuche beispielsweise ausgelöst durch ausserordentliche Marktverwerfungen, wäre die Geschäftsführung theoretisch gezwungen, Immobilienwerte zu verkaufen.

Um diesem Szenario vorbeugen zu können und Illiquiditätsrisiken frühzeitig zu erkennen, stehen der Geschäftsführung einer (Immobilien-)Anlagestiftung in der Regel folgende Mittel zur Verfügung:

- regelmässige Liquiditätsüberwachung und aktives Risikomanagement,
- Ausbau einer möglichst breit diversifizierten Anlegerbasis,
- marktkonforme und klar kommunizierte Zeichnungs- und Rücknahmemodalitäten,
- Prüfung der Zession zurückgegebener Ansprüche an neue oder bestehende Anleger,
- Erhöhung des Fremdkapitaleinsatzes (regulatorische Auflagen begrenzen die maximale Belehnungsquote auf einen Drittel der Verkehrswerte, in Ausnahmefällen besteht jedoch die Möglichkeit, temporär auf 50 % zu erhöhen),

- Herabsetzung der oder gänzlicher Verzicht auf die Ausschüttung,
- temporäre Schliessung der Anlagegruppe und Aufschub der Rücknahmen um weitere 12 bis 24 Monate.

### Anlagestiftungen haben vorgesorgt

Verschiedene Anlagegruppen haben in den letzten Jahren Massnahmen getroffen, um den Rückgabeprozess stärker an die Illiquidität der unterliegenden Immobilienanlagen anzupassen und somit den Schutz der Bestandsanleger zu erhöhen.

So wurden bei den Rücknahmemodalitäten die Kündigungsfristen und Rücknahmefrequenzen verlängert oder neu eingeführt. Weiter wurde der regulatorische Fremdkapitaleinsatz begrenzt sowie die Übertragung von Ansprüchen vereinfacht. Auch gelten bei Anlagestiftungen seit längerem höhere Kundenanforderungen an die Berichterstattung, was zu verbesserter Transparenz und Kommunikation führt.

Risiken von Rückgabewellen in extremen Marktsituationen können weiterhin nicht gänzlich ausgeschlossen werden, jedoch bieten die erwähnten Massnahmen den Anlegern mehr Sicherheit und den Anlagestiftungen eine erhöhte Flexibilität. |



**Ingo Bofinger**

Leiter Fachgruppe Immobilien KGAST,  
Geschäftsführer AFIAA Anlagestiftung