

## Währungssicherung bei Auslandsinvestitionen

Ralf Köhler

**Seitdem das 4. Finanzmarktförderungsgesetz 2002 in Kraft trat, können Offene Immobilienfonds weltweit ohne Begrenzung Immobilien erwerben. Einziges Limit: Das Währungsrisiko muss auf 30 Prozent begrenzt bleiben. Seither steigt der Anteil der Auslandsinvestitionen stetig. Mittlerweile entfallen 19,3 Prozent (Ende März 2009) des Objektbestandes der im BVI organisierten Offenen Immobilienfonds auf Liegenschaften außerhalb der Euro-Zone. Damit steigen zugleich die Anforderungen an das Währungsmanagement und seine Instrumente, wie der Autor im Folgenden darlegt. (Red.)**

Der erweiterte Diversifikationsgedanke der Immobilienbranche und die Renditeerwartungen der Anleger waren ausschlaggebend für die Internationalisierungswelle der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften (KAG). Die Auflage neuer Produkte mit globaler Anlagestrategie beziehungsweise die Umstellung bestehender Strategien von einem nationalen auf einen internationalen Ansatz brachte die Kapitalanlagegesellschaften zunehmend in Kontakt mit neuen Währungsräumen und Besonderheiten fremder Kapitalmärkte. Zwar reduzierte sich die Anzahl der unterschiedlichen Währungen innerhalb Mitteleuropas durch die Einführung des Euro, jedoch kamen zum Beispiel in Osteuropa zahlreiche neue Währungen hinzu.

Die zunehmende Attraktivität ausländischer Immobilienmärkte beinhaltet hohe Chancen, gleichzeitig aber auch höhere Risiken für die Kapitalanlagegesellschaften aufgrund intransparenter lokaler Finanzmärkte sowie deren politische Risiken. So unterliegen sich entwickelnde Währungsmärkte oftmals Beschränkungen und Besonderheiten, wie beispielsweise einem eingeschränkten Marktzugang und geringer Liquidität. Um dem Problem des Währungsrisikos erfolgreich zu begegnen, stehen den Währungsmanagern der Kapitalanlagegesellschaften unterschiedliche Maßnahmen und Instrumente zur Verfügung.

### Instrumente des Währungsmanagements

Zum einen tragen strukturelle Maßnahmen dazu bei, das Währungsrisiko zu managen respektive zu übertragen, wie

zum Beispiel die Auflegung von Fonds in der jeweiligen Landeswährung (das Währungsrisiko trägt hierbei der Investor), die Kopplung der Mietverträge an die Inlandswährung (das Währungsrisiko wird auf den Mieter übertragen) und Fremdwährungsdarlehen (das Währungsrisiko wird vermieden).

Zum anderen werden derivative Finanzinstrumente von den führenden Finanzinstitutionen zur Währungssicherung angeboten. Zu den am meisten angewandten Instrumenten zählen die Devisentermingeschäfte (Forwards), die Currency Futures und die Devisenoptionen. Durch Derivate lässt sich entsprechend der Währungsmeinung der KAG sowohl eine symmetrische Währungssicherung (Forward, Future) als auch eine asymmetrische Währungssicherung (Option) darstellen.

Die symmetrische Sicherung anhand von Devisentermingeschäften (DTG) fixiert den Terminkurs bereits am Tag des Geschäftsabschlusses. Die Erträge beziehungsweise Verluste aus der Währungssicherung mit DTG wirken gegenläufig zu Erträgen respektive Verlusten aus dem Underlying, den Vermögensgegenständen in Fremdwährung. Somit ist die Währungsposition je nach

Sicherungsquote immun gegen jegliche Währungsschwankungen im Sicherungszeitraum.

Vorteil einer asymmetrischen Sicherungsstrategie mit Optionen ist die Möglichkeit der Generierung von zusätzlichen Erträgen bei einer positiven Entwicklung der Fremdwährung bei nahezu vollständiger Absicherung. Allerdings sind die Kosten durch die vorab zu zahlende Optionsprämie höher als die anfallenden Kosten der Absicherung mit Devisentermingeschäften und nur im Falle einer positiven Entwicklung der Fremdwährung über die Optionsprämie hinaus ist die Sicherung mit Optionen günstiger.

### Aufgaben und Probleme

Mit den folgenden Problemstellungen hat sich das Währungsmanagement der Kapitalanlagegesellschaften auseinanderzusetzen.

- Auswirkungen der Währungspositionen auf den Anteilspreis des Immobilienfonds: Die Investition in Immobilienfondsprodukte ist hauptsächlich durch Argumente wie Wertstabilität und Konstanz in der Ertragsentwicklung motiviert. Die Anleger von Immobilienfonds gehen von einer positiven, nicht volatilen Wertentwicklung des Immobilien-Sondervermögens aus und somit auch von einem gleichmäßig steigenden Anteilspreis. Die Anleger indirekter Immobilienanlagen rechnen nicht mit den negativen Einflüssen des Finanzmarktes.

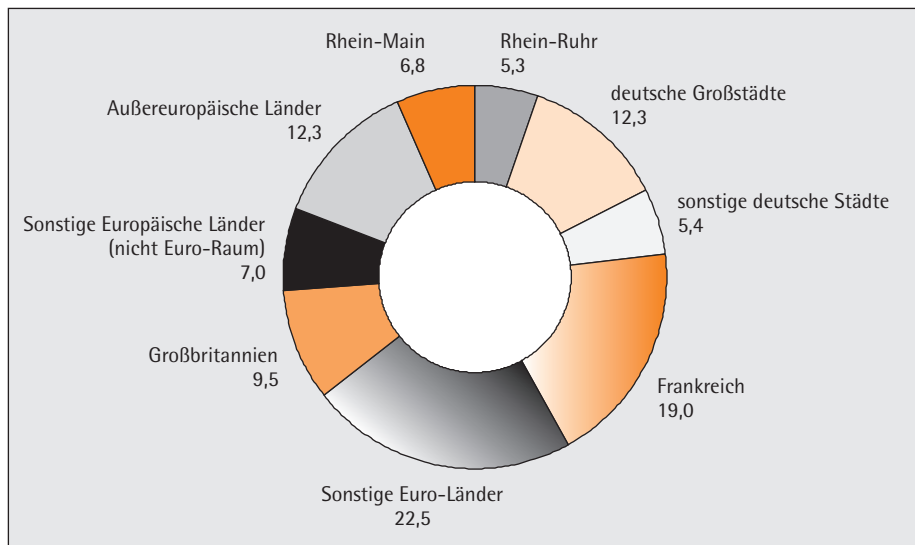
Die Abwertungen der Hauptwährungen im Zeitraum der letzten fünf Jahre wie dem US-Dollar (Abwertung um rund 50 Prozent), dem Yen (Abwertung um etwa 40 Prozent) oder dem britischen Pfund gegenüber dem Euro verdeutlichen die Notwendigkeit eines professionellen Währungs- und Risikomanagements, da Investitionen in diesem Zeitraum ohne Währungssicherungsmaßnahmen extreme Verluste aufweisen würden.

Je nach Fremdwährungsanteil in einem Immobilien-Sondervermögen, der Strukturierung der Absicherung (DTG versus Option) und der Absicherungsquote der jeweiligen Währungseinzelpositionen beeinflussen die Faktoren der Anteilspreisentwicklung. So kann eine ungesicherte Währungsposition mit hoher Gewichtung im Immobilien-Sondervermögen zu einer nicht zu unterschätzenden Volatilität des Anteilspreises führen.

### Der Autor

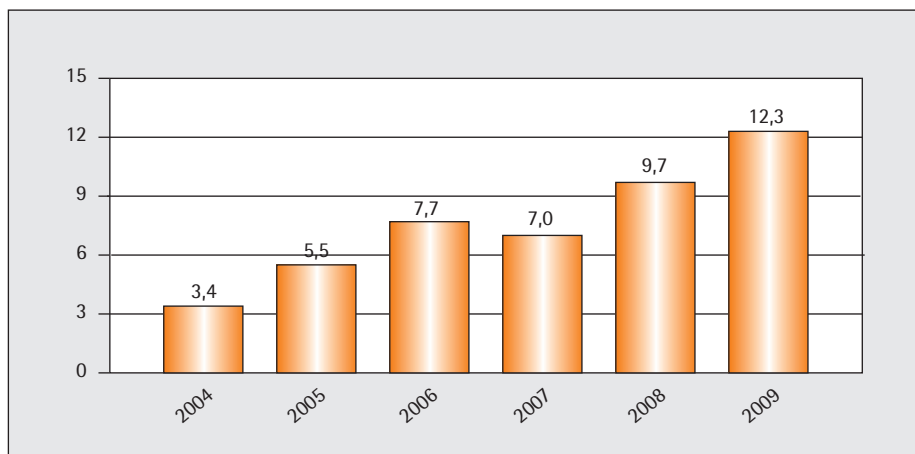
**Ralf Köhler** ist Leiter Treasury der DEGI Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH, Frankfurt am Main, und Mitglied der Arbeitsgruppe „Währungsmanagement“ im BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V., Frankfurt am Main.

**Abbildung 1: Geografische Verteilung der Liegenschaften in Offenen Immobilienfonds** (in Prozent)



Quelle: BVI, Angaben per 31. März 2009. Die Zahlen repräsentieren 97,1 Prozent des Vermögens aller Offenen Immobilien-Publikumsfonds.

**Abbildung 2: Entwicklung des Anteils außereuropäischer Länder in Offenen Immobilienfonds** (in Prozent)



Quelle: BVI; Stichtag jeweils 31. März

● **Währungssicherungskosten:** Die Währungssicherungsmaßnahmen der Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften werden stark von der Kostenkomponente beeinflusst, da diese direkt der Eigenkapitalrendite der Investition in Fremdwährung zugerechnet wird.

Daher suchen Kapitalanlagegesellschaften stets nach Möglichkeiten, die Sicherungskosten zu reduzieren. Dies kann zum einen durch den vollständigen Verzicht von Währungssicherungsmaßnahmen geschehen oder zum anderen über Teilsicherungsstrategien.

Zusätzlich besteht die Möglichkeit der Reduzierung der Währungssicherungskosten durch Laufzeitoptimierung der Devisentermingeschäfte anhand der

erwarteten Entwicklung der Zinsstrukturkurven des jeweiligen Währungspaares. So ist es bei zusammenlaufenden Strukturkurven sinnvoll, die Position langfristig zu sichern, wohingegen bei auseinanderlaufenden Kurven eine rollierende Strategie beispielsweise basierend auf kurzfristigen Devisentermingeschäften umgesetzt werden sollte.

● **Mark-to-Market-Bewertung der Sicherungsinstrumente:** Eine nicht zu unterschätzende Schwierigkeit der Währungssicherung mit Devisentermingeschäften ist die Wahl der optimalen Laufzeitstruktur der Währungssicherung. So gibt es Kapitalmarktphasen, in denen die Zinsstrukturkurven mit zunehmender Laufzeit des DTG zusammenlaufen, das heißt, die Sicherungskosten sinken und

somit sind eher langfristige Sicherungen sinnvoll.

Jedoch wirken sich Zinsdifferenzänderungen über den Multiplikatoreffekt der Zeitkomponente der Währungspaarbewertung verstärkt in der Mark-to-Market-Bewertung aus. Das Zinsänderungsrisiko kann nicht durch ein DTG abgebildet werden. Bei einer Zehn-Jahres-DTG-Sicherung hat man in der Mark-to-Market-Bewertung die gleichen Schwankungen wie bei einer zehnjährigen Bundesanleihe.

● **Liquidität der Währung:** In kleinen Ländern mit eigener Währung (Litauen) beziehungsweise in Ländern mit Devisenrestriktionen (Südkorea) kommt es oftmals zu Problemen bei Kassageschäften (Währungstausch) respektive auch den entsprechenden Termingeschäften (Währungssicherung). Zum Beispiel ist es bei Korea-Investments nicht möglich, den Koreanischen Won außerhalb Koreas zu erwerben. Die koreanischen Banken profitieren von diesem Heimvorteil durch entsprechend hohe Margenaufschläge. Außerdem kann diese Währung nur durch Non-Deliverable Forwards (NDF) abgesichert werden.

Im Gegensatz zu einem normalen DTG werden bei einem NDF die Währungsbeträge nicht geliefert, sondern nur der Differenzbetrag in der lieferbaren Währung gezahlt. In Litauen wiederum ist es schwierig, große Summen der Landeswährung Litauische Litas marktschonend zu erwerben, das heißt einen Währungstausch „geräuschlos“ am Markt zu platzieren.

### Stets nur ein Kompromiss

Durch die zunehmende Internationalisierung der Investments aufgrund steigender Renditeanforderungen der Anteilseigner/Anleger sind zwangsläufig Immobilienerwerbe auch in Fremdwährungsländern notwendig geworden. Aufgrund rechtlicher Restriktionen und von Risikoaspekten treten Währungssicherungsstrategien verstärkt in den Vordergrund.

Zwar existieren zahlreiche Konstruktionen, mit der eine Währungsposition „gedegt“ werden kann, letztendlich ist die verfolgte Strategie aber immer ein Kompromiss aus der erwarteten Halte-dauer der Immobilie, den optimierten erwarteten und tatsächlichen Währungssicherungskosten und der Beeinflussung des Anteilspreises durch das Währungs-exposure. ■