

Anlagestrukturen für Immobilien

# Wie Alterskapital zu Zement wird

Pensionskassen investieren massiv in Schweizer Liegenschaften. Viele Kassen versuchen, über indirekte Anlagegefässe den entsprechenden Anteil noch auszubauen. Ohne klare Strategie droht Ernüchterung.

## IN KÜRZE

Die Renditen von Schweizer Liegenschaften sind ansprechend, gehen aber leicht zurück. Dies hält Kassen nicht davon ab, noch mehr in Immobilien zu investieren. Den Gang ins Ausland scheuen viele.

Im Umfeld negativer Zinsen sind Immobilienwerte äusserst beliebt und helfen, den Anlagenotstand etwas zu lindern. Die Preise von Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften haben in diesem Jahr Höchststände erreicht und werden von einer hohen Aktivität bei Emissionen begleitet. Die Transaktionspreise von Direktanlagen liegen entsprechend auf historisch hohen Niveaus und geben weiterhin Antrieb für grössere Projektentwicklungen in den Agglomerationsräumen.

Bei Pensionskassen ist heute eine strategische Allokation in Schweizer Immobilien von 15 bis 25 Prozent üblich, effektiv investiert sind durchschnittlich etwa 20 Prozent. Das aktuelle Vermögen in der beruflichen Vorsorge liegt bei rund 900 Mrd. Franken. Folglich sind 180 Mrd. seitens der Pensionskassen in Liegenschaften investiert. Dies ist in der Tat beachtlich und entspricht über 10 Prozent des gesamten Liegenschaftenanlagevermögens, das auf rund 1400 Mrd. Franken geschätzt wird. Hinzu kommt rund 1750 Mrd. Franken privates Liegenschaftsvermögen. Damit ist praktisch jede Schweizerin und jeder Schweizer hochgradig im Liegenschaftenmarkt investiert.

## Vielfach historisch gewachsene Bestände

Die Anlagen der Pensionskassen in Liegenschaften sind meist historisch gewachsen. Industrieunternehmen und auch die öffentliche Hand hatten früher häufig lokal in Miet- und Geschäftsliegenschaften investiert. Die entsprechenden Pensionskassen verfügen damit über die heute stark gesuchten Bestandesliegenschaften an zentralen Lagen.

Dabei kann durchaus auch eine Quote über 50 Prozent vorkommen. Vor dem Hintergrund der Finanzkrise liess sich diese Position meist problemlos als Er-

weiterung der Anlagebegrenzung gemäss Art. 50 Abs. 4 BVV 2 schlüssig begründen.

In der Tat hätten viele Pensionskassen gerne noch mehr Liegenschaften, da nebst der vergleichsweise attraktiven Rendite eine tiefe Volatilität zu einem sehr attraktiven Rendite-Risiko-Verhältnis führt. Gerade hier warnen kritische Beobachter der jahrelangen Immobilienhausse vor möglichen Verwerfungen, da die Liquidität des Markts über- und die Volatilität unterschätzt wird.

## Sinkende Renditen

In unserer diesjährigen Studie zur Lage der Immobilien bei den Pensionskassen stellten wir für 2016 sinkende Renditen fest. Die durchschnittlichen Bruttorenditen im untersuchten Immobilienpool betrugen über alle Liegenschaften 5.4 Prozent. Die Bruttorenditen des Wohnsegments lagen mit 5.3 Prozent unter den Renditen des gemischt-kommerziellen Segments mit 5.6 Prozent. Die hohe Nachfrage nach Anlageimmobilien mit Wohnnutzung setzten die Renditen für dieses Anlagesegment unter Druck: Lagen die Nettorenditen 2013 noch bei 4.7 Prozent, waren es 2016 noch 4.3 Prozent.

Im Transaktionsmarkt sind heute Auktionsprozesse üblich, bei denen je nach Objekt zu weit tieferen Renditen gehandelt wird (siehe dazu auch Artikel Eckert, Seite 60). Durch den Ausbau des Immobilienengagements der Pensionskassen und Versicherer sowie das beschränkte Angebot bei gleichzeitig hoher Nachfrage sind adäquate Investitionsmöglichkeiten in Schweizer Immobilien entsprechend schwieriger geworden.

## Indirekte Investitionen im Trend

Nebst dem aktuellen Marktumfeld sind auch der erhöhte Managementauf-



**Ulrich Prien**  
Partner, Advisory  
Head of Real Estate, MRICS,  
KPMG AG

wand und die mit einzelnen Liegenschaften verbundenen Klumpenrisiken wesentliche Gründe für Investitionen in indirekte Liegenschaften.

Die erste Wahl für Vorsorgeeinrichtungen ist dabei meist das stark gewachsene Segment der Anlagestiftungen, gefolgt von Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften mit Fokus auf den inländischen Markt. Seit einigen Jahren werden zunehmend auch Investitionen in Auslandsimmobilien diskutiert. Während viele Vorsorgeeinrichtungen das Potenzial des Schweizer Immobilienmarkts mittels einer sehr hohen Anlagequote bereits ausschöpfen, sind Investitionen in ausländische Immobilien immer noch relativ selten.

#### *Anlagestiftungen*

Die meisten Anlagestiftungen weisen ein langjährig aufgebautes Bestandesportfolio auf und werden jährlich zum Marktwert bewertet. Die Anteile werden zu diesen Marktwerten ausserbörslich mit einer Ausgabekommission ausgegeben, so dass keine Aufpreise zum inneren Wert, sprich dem Net Asset Value (NAV),<sup>1</sup> bezahlt werden müssen.

Das Segment ist über die letzten Jahre stark gewachsen. Ende Juli umfassen allein die 29 im KGAST Immo-Index erfassten Anlagegruppen ein Gesamtvermögen von 36 Mrd. Franken. Die durchschnittliche jährliche Performance über fünf Jahre lag bei 5.7 Prozent. Dabei schneiden jüngere Anlagestiftungen aufgrund der mit dem Aufbau verbundenen Kosten und einem späten Markteinstieg relativ betrachtet schlechter ab. Gerade die neuen Anlagestiftungen zeichnen sich aber durch Emissionen aus, während viele ältere Gefässe für Neuzeichnungen geschlossen sind.

Anlagestiftungen sind aufgrund der jährlichen Bewertung und der damit verbundenen tiefen Volatilität sowie der steuerlichen Behandlung wohl die adäquateste Alternative zu Direktanlagen.

#### *Anlagefonds und Aktiengesellschaften*

Eine weitere Möglichkeit sind Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften, die zum weitaus grössten Teil an der Börse gehandelt werden. Die

beiden Segmente umfassen ein Volumen von rund 47.5 respektive 19.5 Mrd. Die annualisierte Gesamtperformance war in den letzten fünf Jahren mit 5.0 und 7.0 Prozent sehr gut. Die Aufpreise zum inneren Wert der Gefässe lagen in diesem Jahr mit durchschnittlich 33 und 24 Prozent auf historisch hohem Niveau.

Der Börsenhandel bietet den Vorteil einer permanenten Preisbildung, was mit einer erhöhten Volatilität einhergeht.

Immobilienaktiengesellschaften haben ihren Anlagefokus häufig im Bereich der Geschäftsliegenschaften und sind je nach Unternehmen mit weiteren Aktivitäten verknüpft. Demgegenüber sind Immobilienfonds reine Anlagegefässe mit einer gesetzlich eingeschränkten Möglichkeit der Verschuldung, die den Anlagefokus mehrheitlich auf das Wohnsegment legen.

Während Aktiengesellschaften teilweise als einzelne Positionen in der Aktienquote gehalten werden, ist eine Grundallokation in Immobilienfonds im Immobilienanteil durchaus üblich. Dabei werden vor allem grossvolumige und damit breit diversifizierte Produkte zur Marktabdeckung gehalten.

Nebst der direkten Investition in die entsprechenden Titel können über Indexprodukte auch aktive oder passive Positionen in diesem Segment gehalten werden. Sowohl bei Immobilienfonds als auch bei Aktiengesellschaften gibt es ausserbörslich gehandelte Titel, die jedoch aufgrund des geringen Volumens ein eigentliches Nischendasein fristen.

#### **Wie Pensionskassen investiert sind**

Die typische Allokation im Bereich der Pensionskassen lässt sich damit wie folgt zusammenfassen: Einige Pensionskassen verfügen über einen historisch gewachsenen Bestand an direkten Anlagen, der häufig selbst verwaltet wird. Vor allem bei Beständen im Wert von weniger als 500 Mio. Franken wird die Verwaltung der Liegenschaften ausgelagert.

Kleinere Bestände, die über eine ungenügende Diversifikation verfügen, wurden in den letzten Jahren gerne mittels einer Sacheinlage in eine Anlagestiftung überführt. Solche Verschiebungen erfolgten meist mit Gewinn und mit entsprechenden personellen Restrukturierungen bei der Verwaltung.

Alternativ, aber eher selten, wurden

---

*«Die erste Wahl für Vorsorgeeinrichtungen ist meist das stark gewachsene Segment der Anlagestiftungen, gefolgt von Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften mit Fokus auf den inländischen Markt.»*

---

auch Bestände verkauft, eine Wiederanlage in den genannten Investitionsmöglichkeiten vorgenommen oder die Allokation reduziert.

Pensionskassen, die über keinen historisch gewachsenen Bestand an Liegenschaften verfügen, haben meist eine Grundallokation in Anlagestiftungen aufgebaut und ergänzen diese mit einer bewussten Wahl von neuen Produkten. Alternativ, vor allem aufgrund der begrenzten Zeichnungsmöglichkeit bei den Stiftungen, werden auch grossvolumige Fonds oder Aktiengesellschaften gezeichnet.

Der Gang ins Ausland fällt den meisten Kassen immer noch schwer, da es hier eine Vielzahl von Anbietern gibt und der Aufwand für die Erreichung eines Marktverständnisses sowie die Prüfung der Investitionsstrukturen und des Managements hoch ist. Entsprechend sind es vor allem grössere Kassen, die sich dieses Themas annehmen. Kleinere Kassen wählen häufig Dachfondsstrukturen, die eine breite Diversifikation sicherstellen.

#### **Saubere Analyse, klare Strategie**

Direkt oder indirekt – Liegenschaften unterliegen wie jedes gehandelte Gut den Schwankungen der Märkte. Gerade nach einer über zehnjährigen Hausse bildet eine klare Strategie auf Basis einer soliden Portfolioanalyse die Grundvoraussetzung für eine erfolgreiche Anlage. Auf dieser Basis werden Pensionskassen auch in Zukunft Freude an ihren Liegenschaften haben. **I**

<sup>1</sup> Zu diesem und weiteren Fachbegriffen siehe Glossar, Seite 87.