

Pensionskassen setzen auf Immobilien – direkt oder indirekt?

Eine breite Streuung der Risiken ist heute bei Aktien- und Obligationenanlagen eine Selbstverständlichkeit. Anders bei Immobilien: Viele Schweizer Pensionskassen halten ihre Immobilienanlagen immer noch direkt im lokalen oder regionalen Umfeld. Eigentlich erstaunlich – bieten indirekte Immobilienanlagen für Pensionskassen doch massgebliche Vorteile. Die Verbriefung von Immobilienportfolios in Anlagestiftungen beispielsweise ermöglicht eine deutlich bessere Diversifikation bei gleichzeitig höherer Flexibilität.



Von Ulrich Braun

*Real Estate Strategies & Advisory
Asset Management Credit Suisse*

Gesetzliche Anlagevorschriften, eine hohe Mindestverzinsung sowie der weiter wachsende Performancedruck stellen das Anlagemanagement der Pensionskassen vor grosse Herausforderungen. Weil sich mittels Immobilienanlagen gut diversifizieren lässt, sind diese in den vergangenen Jahren wieder verstärkt ins Blickfeld der Pensionskassen gerückt. Während bei Obligationen und Aktienanlagen heute eine nationale und internationale Diversifikation die Regel ist, steht diese bei Immobilien erst am Anfang. Wie der «Swiss Institutional Survey 2005» von Lusenti Partners und Credit Suisse zeigt (s. Grafik «Geographische Verteilung»), haben Pensionskassen mit einem Vermögen von unter 500 Mio. Franken weit über 80% ihrer Liegenschaften im lokalen und regionalen Umfeld investiert – in der Regel also im selben Kanton oder im Nachbarkanton.

Verschwindend klein ist auch der Anteil von internationalen Immobilien in den Pensionskassenportfolios. Im Jahr 2006 verfügten die Schweizer Pensionskassen über ein gesamtes Anlagevermögen in der Höhe von 581 Mrd. Franken. Wie die Grafik «Vermögensanlagen» zeigt, liegt der Immobilienanteil bei 14,0% bzw. 81,1 Mrd. Franken. Neben direkten Immobilienanlagen sind dabei auch Immobilienfonds, -stiftungen oder -aktiengesellschaften berücksichtigt. Ausländische Immobilien erreichten einen Anteil von gerade einmal 1,1% oder 6,7 Mrd. Franken am gesamten Anlagevermögen. Gemäss den gesetzlichen Rahmenbedingungen wäre aber ein Anteil von bis zu 5% zulässig. Dies zeigt deutlich, dass die Immobilienportfolios vieler Schweizer Pensionskassen hinsichtlich der geographischen Verteilung ihrer Liegenschaften erhebliche Klumpenrisiken aufweisen.

Verbrieftung von Pensionskassenimmobilien im Trend

Um Klumpenrisiken zu vermeiden und von einer höheren Investitionsflexibilität zu profitieren, sind indirekte Immobilienanlagen in den vergangenen Jahren zunehmend in den Fokus der Anleger geraten. Dabei handelt es sich um die Investition in Immobilienaktien, -fonds oder -anlagestiftungen. Das Geld des Investors ist nicht in Backsteinen und Mörtel direkt gebunden, sondern es ist in Form eines Wertpapiers frei handelbar.

Eine Möglichkeit zur indirekten Immobilienanlage, die sich in den letzten Jahren wachsender Beliebtheit erfreut, ist die Verbriefung. Unter Immobilienverbrieftung – auch Sekuritisierung oder Asset Swap genannt – versteht man das Einbringen von eigenen Liegenschaften in ein Immobilienanlage-

gefäss gegen die Ausgabe von Anteilscheinen. Diese Wandlung von direkten zu indirekten Immobilienanlagen bringt für viele Pensionskassen massgebliche Vorteile.

Diversifikation bei Geographie und Nutzung

Ein entscheidendes Element in der Risiko/Rendite-Optimierung einer Anlage ist die Diversifikation. Immobilienmärkte funktionieren auch im Zeitalter der Globalisierung sehr regional. Innerhalb von wenigen Kilometern können sich Angebot und Nachfrage massiv unterscheiden. So waren zum Beispiel die hohen Leerstände im Schweizer Büromarkt der letzten Jahre fast ausschliesslich ein Zürcher Phänomen, welches sich in der Region Genf/Lausanne kaum manifestierte. Und während in Basel die Preise dank starker Abwanderung seit Jahren stagnieren, platzt Genf aus allen Nähten und ist mit Wohnungsnot und massivem Preiswachstum konfrontiert. Ähnlich verhält es sich mit der Diversifikation über verschiedene Nutzungsarten: Der Marktzyklus bei Wohnimmobilien verhält sich anders als derjenige von Büro- oder Verkaufsflächen. Die Entwicklungen in den Immobilienmärkten laufen also weder geographisch noch zeitlich im Gleichschritt.

Will eine Pensionskasse das Schwankungsrisiko der Renditen minimieren, ist eine Diversifikation des Immobilienportfolios deshalb zentral. Um die Risiken optimal streuen zu können, ist eine gewisse Portfoliogrösse und Anzahl an Liegenschaften nötig. Je stärker ein Immobilienportfolio geographisch und nutzungsspezifisch konzentriert ist, desto grösser ist das Risiko. Bei wenig diversifizierten Portfolios sollte bei der Renditeerwartung die höhere Volatilität, also der

Faktor «Klumpenrisiko», mit einberechnet werden, was jedoch in der Praxis kaum geschieht.

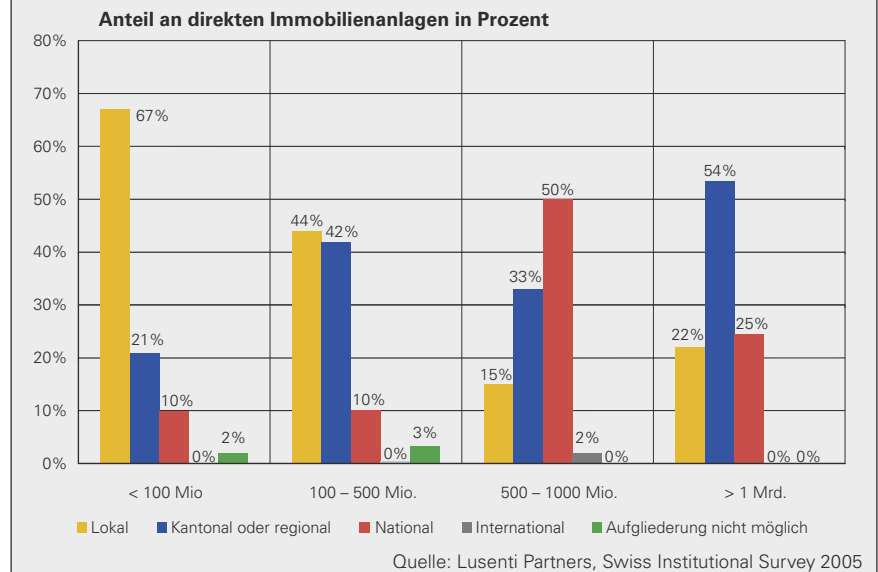
Dank hoher Liquidität flexibel auf Markttrends reagieren

Eine wichtige Charakteristik von direkten Immobilieninvestitionen ist ihre Illiquidität. Der Kauf oder das Veräussern einer Immobilie nimmt in der Regel mehrere Monate in Anspruch und ist mit hohen Transaktionskosten verbunden. Investitionen in indirekte Immobilienanlagen sind demgegenüber sehr liquide. Wie bei Aktien und Obligationen können Anteilscheine regelmässig gehandelt oder zurückgegeben werden. Dabei sind die Transaktionskosten vergleichsweise gering. Indirekte Immobilienanlagen bringen somit eine erhöhte Investitionsflexibilität mit sich. Der Anleger kann schneller Anpassungen in seiner Asset Allocation vornehmen und somit besser auf veränderte Marktsituationen reagieren und sich auf neue Trends in den Märkten einstellen.

Kostenvorteil durch Skaleneffekte

Wie in vielen industriellen Geschäftsbereichen spielen auch beim Real Estate Asset Management Skaleneffekte eine wichtige Rolle. Das heisst, je grösser das verwaltete Vermögen, desto effizienter und kostengünstiger kann dieses in der Regel bewirtschaftet werden. Während sich bei kleinen Immobilien-

Geographische Verteilung der direkten Immobilienanlagen nach Vermögensklasse der Pensionskasse



verwalten oft eine Einzelperson um sämtliche Geschäftsaspekte kümmert, werden bei grossen Asset Managern professionelle Teams für spezifische Aufgaben eingesetzt. Dies steigert die Effizienz und verringert die Durchschnittskosten in der Bewirtschaftung. Hinzu kommt, dass grosse Anbieter beim Einkauf von grossen Immobilienportfolios, der Vergabe von Neubau- und Renovationsaufträgen sowie bei der Vergabe von Verwaltungsmandaten über eine bessere Verhandlungsposition und eine grössere Preismacht verfügen als kleinere Akteure, was zusätzlich zur Kostenoptimierung beiträgt.

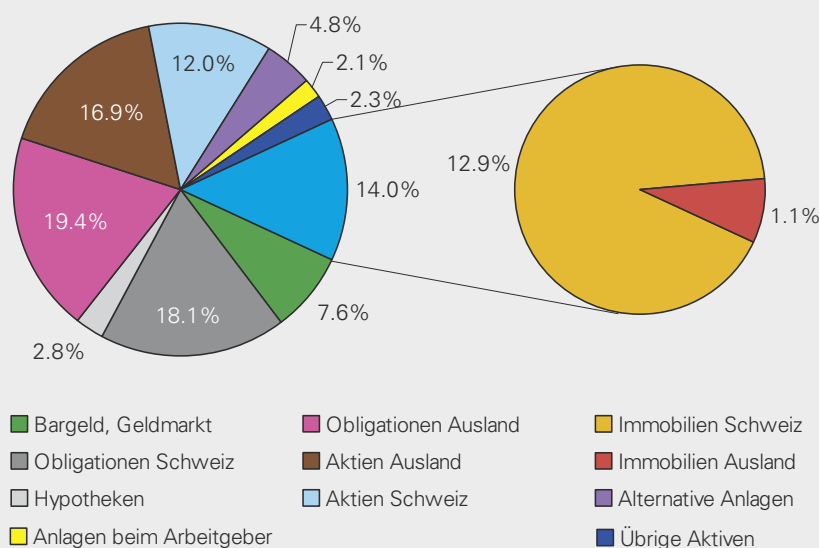
Anlagestiftungen sorgen für hohe Stabilität

Das optimale Vehikel für die Verbriefung von Pensionskassenimmobilien sind die Immobilienanlagestiftungen. Diese sind nur offen für Vorsorgeeinrichtungen, die im Sinne des BVG steuerprivilegiert sind, denn die Immobilienanlagegruppen der Anlagestiftungen müssen ihre Erträge nicht versteuern. Während sich Aktien und Fondsanteile täglich an der Börse handeln lassen, können die Anrechte an einer Anlagestiftung nur über die Stiftung gezeichnet und an sie zurückgegeben werden. Die Kursentwicklung weist deshalb eine hohe Stabilität auf.

Die Immobilienanlagegruppen der Anlagestiftungen sind in den vergangenen Jahren stark gewachsen, was massgeblich auf Asset Swaps von Pensionskassen zurückzuführen ist. Die 16 am Schweizer Markt vertretenen Vehikel besaßen per Ende 2007 eine Kapitalisierung von rund 13,7 Mrd. Franken. Im Jahr 2007 wiesen die im KGAST Immobilienindex zusammengefassten Anlagegruppen eine durchschnittliche Performance von 4,6% auf, was leicht über der Durchschnittsperformance der vergangenen fünf Jahre lag. In den kommenden Jahren wird sich der Trend zur Sekuritisierung von Immobilienportfolios weiter fortsetzen, da die Vorteile klar überwiegen.

www.credit-suisse.com

Vermögensanlagen Schweizer Pensionskassen 2006



Quelle: Bundesamt für Statistik (BFS)