



Immobilieninvestitionen in der Praxis

Das ganze Portfolio im Auge haben

Pensionskassen können aus unterschiedlichen Motiven in Immobilien investieren. Diese Motive haben unmittelbare Auswirkungen auf die Art und Weise, wie entsprechende Investitionen erfolgen sollten. Jürg Althaus erläutert, welchen Weg von seinem Unternehmen betreute Pensionskassen einschlagen – und wieso mehr illiquide Anlagen für Pensionskassen einen sehr sinnvollen Weg darstellen.

Immobilien waren in den letzten Jahrzehnten die Lieblingsanlage von Pensionskassen. Doch werden sie es auch die nächsten Jahrzehnte bleiben? Jürg Althaus ist kein reiner Immobilienspezialist, entsprechend geht sein Blick stets auch aufs Gesamtportfolio. Nur wer weiss, welche Funktion Immobilien im Rahmen des Gesamtportfolios zukommt, kann sich sinnvoll in dieser Anlageklasse bewegen.

Viele Kassen sehen Schweizer Immobilien als sicheren Fels in der Anlage-landschaft. Welche Rolle spielen Immobilien bei den Pensionskassen, die Sie betreuen?

Wir setzen Immobilien nicht in erster Linie wegen der Sicherheit ein, sondern wegen des Cashflows. Immobilien sind «money from space over time». Die Erzeugung von Cashflows ist noch wichtiger geworden, weil Obligationen keine Erträge mehr liefern. Sie dienen eigentlich nur noch als Schockabsorbierer, wo-

bei sie wegen der tiefen Zinsen nicht einmal diese Rolle so gut erfüllen können wie früher. Die Opportunitätskosten sind enorm, wenn man in Obligationen investiert.

Werden Immobilien auch als Obligationenersatz gehalten?

Ich habe immer Mühe damit, wenn man sagt, etwas sei ein Ersatz für etwas anderes. Es gibt gewisse Parallelen, aber man kann keine Anlageklasse einfach durch eine andere ersetzen. Jede Anlageklasse hat ihre Eigenheiten, die man zu verstehen und im Portfoliokontext richtig einzusetzen hat.

Welche Konsequenzen hat es, wenn Immobilien vor allem des Cashflows wegen gehalten werden?

Es gibt im Immobilienbereich unterschiedliche Anlagestile: Core, Value add und Opportunistic. Aus Funktionsüberlegungen fokussieren wir uns auf Core,

auf Wohn- und Geschäftsliegenschaften. In diesem Bereich ist die Substanz und die gute Vermietbarkeit gegeben, die für einen konstanten Cashflow nötig sind. Ein Immobilienportfolio muss auf verschiedenen Ebenen gemanagt werden – bei Value add und Opportunistic geht es nicht nur um Mörtel und Backsteine. Aktives Management hat in diesen Bereichen eine grössere Bedeutung bei der Performancegenerierung. Es ist jedoch nicht immer erfolgreich und kann zu Performanceeinbussen führen. Doch auch Core-Immobilien sind keine Selbstläufer. Zudem muss man sich bei Immobilien wie bei jeder Anlage fragen, wer dafür der Best Owner ist.

Wie meinen Sie das?

Die Frage lautet in unserem Beispiel: Wer managt die Immobilien im Hinblick auf die von uns im Portfolio vorgesehene Rolle am besten? Das Best-Owner-Prinzip besagt, dass man die Anlage

Jürg Althaus ist Geschäftsführer der Pekam AG, ein Dienstleistungsunternehmen der beruflichen Vorsorge, das unter anderem die Vorsorgeeinrichtungen der Holcim betreut. Althaus hat eine reiche Erfahrung im Anlagebereich. Vor seiner Tätigkeit für die Pekam AG war er Anlagechef der ASGA.



demjenigen überlassen soll, der dies am besten kann, der über die notwendige Expertise und entsprechende Strukturen verfügt. Bei den Holcim-Kassen hält man keine direkten Immobilienanlagen, sondern ist in Anlagestiftungen investiert.

Althaus ist mit diesem Best Owner-Ansatz nicht alleine in der Branche: Immer mehr kleine und mittlere Pensionskassen verabschieden sich von ihrem direkten Immobilienbesitz und bringen diesen in Anlagestiftungen ein. Damit kommen wir zur Frage des Investitionswegs. Pensionskassen haben die Auswahl zwischen direktem Immobilienbesitz, Anlagestiftungen, Immobilienfonds (kотиert oder nicht kотиert) oder Immobilienaktien. In den vergangenen 25 Jahren brachten alle vier Wege Erfolg (durchschnittlich ca. 5 Prozent p.a.). Während Immobilienaktien und börsenkotierte Fonds stärkere Wertschwankungen aufweisen, die nur bedingt mit den zugrundeliegenden Assets zu tun haben, ist es bei Anlagestiftungen genau umgekehrt: Die praktisch inexistente Volatilität bildet die Risiken der Anlageklasse nur unzureichend ab.

Pensionskassen haben in den letzten Jahren ihre Immobilienquote sukzessive erhöht. Althaus vermutet, dass man dabei

insbesondere aufgrund der Aufwertungen und des Erfolgs der Anlagekategorie zuweilen die strategische Quote der effektiven angepasst. Zudem sei die Anlageklasse im Vergleich mit anderen illiquiden Anlagen «relativ einfach», meint er. Immobilien Ausland dürften auch deswegen bisher eher ein Nischendasein fristen, weil Schweizer Immobilien so gut liefen, dass man nicht über die Grenze schauen musste. Ein führendes Beratungsunternehmen weist allerdings darauf hin, dass die vergangenen Jahrzehnte nicht in die Zukunft extrapoliert werden dürfen. Insbesondere dürfte die Zeit sinkender Zinsen vorbei sein. Statt rund 5 Prozent Rendite pro Jahr seien für Schweizer Immobilien prospektiv eher 2.5 Prozent zu erwarten.

Sind Immobilien aktuell zu hoch bewertet?

Es mag sein, dass Immobilien im Moment aufgrund der tiefen Zinsen relativ hoch bewertet sind. Pensionskassen haben einen ganz wichtigen Hebel: Den sehr langfristigen Anlagehorizont. Sie haben klare, berechenbare Verpflichtungen und kennen auch den Liquiditätsbedarf ungefähr. Wir setzen Immobilien aus langfristigen Überlegungen ein und investieren strategisch. In diesem Sinne

legen wir auch heute weiter in Immobilien respektive Anlagestiftungen an, unabhängig von deren Bewertung. Unsere Schweizer Immobilienquote (Holcim-Kassen) von nahezu 30 Prozent ist Jahrzehnte alt. Damit wurde zu unterschiedlichen Preisen investiert, was zu einer Zeitdiversifikation und Glättungseffekten führt.

Spielen Sie für Immobilien auch Stressszenarien durch?

Natürlich kann man nicht nur mit Schönwetter Szenarien arbeiten. Bei einer Pensionskasse, für die ich früher tätig war, haben wir einmal ein Szenario (Stagflation) mit Wertverlusten von 15 bis 20 Prozent durchgespielt. Speziell bei Anlagestiftungen kann es dann zu Engpässen kommen, weil alle zum Ausgang rennen.

Die Illiquidität wird dann ein Thema.

Genau. Rücknahmen können dann ausgesetzt werden. Aber wenn Sie langfristig in passendem Mass in Immobilien investiert sind, sollte auch ein solches Szenario verkräftbar sein. Zudem fließen die Mieteinnahmen weiter, speziell wenn Sie wie wir im Core-Bereich investiert sind. Immobilien weisen eine hohe Renditestabilität auf.

Gehen Sie auch ohne Crash von tendenziell sinkenden Renditen für Schweizer Immobilien aus?

In Zürich erreichten die Renditen von Wohnliegenschaften letztes Jahr 1.5 Prozent. Dieses Jahr brachte die Pandemie Verunsicherung, aber der Markt hat sich mittlerweile wieder belebt. Heute sind die Renditen tiefer als zu Beginn der Pandemie. Der Performancedruck und die Historie diese Anlageklasse drücken die Investoren einfach in diesen Bereich rein. Andererseits liegt selbst eine Annahme von 2 Prozent noch über unserer Sollrendite von 1.8 Prozent und deutlich über dem zehnjährigen Eidgenossen, der minus 0.5 Prozent bringt.

Was sind, abgesehen von sinkenden Zinsen und Renditen, die Trends für die Immobilienzukunft? Die Konsolidierung in der 2. Säule dürfte in zwei Dimensionen weitergehen, so Althaus: Es wird immer weniger Pensionskassen geben und auch von den verbleibenden werden immer mehr ihren direkten Immobilienbesitz aufgeben – die indirekten Gefässe wachsen weiter. Immobilien werden generell nachgefragt bleiben. Für Althaus ist es aber wichtig, das Portfolio als Ganzes und Immobilien insbesondere im Kontext ihrer Funktion und Eigenschaften zu betrachten. Dazu zählt auch ihre Sensitivität gegenüber der Inflation.

Wo sehen Sie Parallelen zwischen Immobilien und anderen illiquiden Anlagen?

Ich möchte zuerst etwas zu den Vorteilen illiquider Anlagen sagen. Man hört sonst immer zuerst die negativen Aspekte. Pensionskassen haben einen langen Anlagehorizont, sie haben langfristige Verpflichtungen und einen planbaren Liquiditätsbedarf. Das passt zum Profil illiquider Anlagen. Zudem können Sie das Anlageuniversum stark vergrössern. Das Universum der Private Markets ist grösser als dasjenige der kotierten Anlagen! Ich betrachte die beiden Universen als komplementär, zusammen ergeben sie ein enormes Feld an Anlageopportunitäten und eine verbesserte Diversifikation. Illiquide Anlagen sind natürlich auch mit Herausforderungen verbunden, jedoch ist, wie bei anderen Anlageklassen, ihr Einsatz eine Frage des Masses.

Abgesehen von der Diversifikation ist die Renditeerwartung ein wichtiger Grund, in illiquide Anlagen zu investieren.

Das richtige Argument stellen für mich nicht die höheren risikoadjustierten Renditen dar, sondern die vorhandenen Ineffizienzen und damit das Ausmass der Möglichkeiten, Mehrwert zu schaffen. Es ist im illiquiden Bereich schwieriger, an Informationen zu gelangen und diese zu analysieren, als im liquiden Bereich. Dafür braucht es gute Leute. Sie haben nach Parallelen gefragt, das ist eine: Das Management illiquider Anlagen, auch von Immobilien, erfordert besondere Fähigkeiten.

Per 1. Oktober dieses Jahrs wurde in den BVV 2 eine neue Quote für Infrastruktur eingeführt. Wie wichtig sind diese Quoten?

Diese sind für mich eine Art Richtlinie. Persönlich habe ich nie stark auf sie geschaut. Bei den Holcim-Kassen investieren wir gemäss der Anlagestrategie über 20 Prozent des Vermögens in alternative Anlagen und können dies mit dem Erweiterungsartikel gut begründen. Wir orientieren uns bei der Bildung eines effizienten Portfolios an ökonomischen, portfoliotechnischen und strategischen Überlegungen. Während die Kosten in diesem Prozess von sekundärer Bedeutung sind, achten wir bei der Umsetzung der Asset Allocation auf diese.

Ist die Änderung der BVV 2 denn reine Symbolpolitik?

Der Erweiterungsartikel erlaubt im Grunde alles, wenn Sie es gut begründen können. Gerade im Hinblick auf alternative Anlagen hat diese Einschränkung einen gewissen Sinn: Der Governance-Aufwand ist für alternative Anlagen höher als für traditionelle. Sie müssen wirklich verstehen, was Sie machen, auf allen Stufen, und sie müssen auch die Nachteile akzeptieren. Einige Berater, die sich in rigider Weise an traditionellen quantitativen Ansätzen der Portfoliobildung festklammern, unterstreichen vor allem die Probleme, die alternative Anlagen bei der Bildung einer effizienten Asset Allocation mit sich bringen. Dabei sollte es unter Würdigung der entsprechenden Herausforderungen darum gehen, wie man über den Berg kommt, wie man

diese Schwierigkeiten überwinden kann. Oft bestehen Möglichkeiten, die Herausforderungen mit passenden Massnahmen zu mitigieren. Eine Spezialbehandlung von Infrastruktur lässt sich im Übrigen durchaus sachlich begründen: Es ist eine Anlageklasse, die es schon seit Jahrzehnten gibt. Pensionskassen in Kanada und Australien investieren seit den 90er Jahren erfolgreich in diesem Bereich. Wenn die BVV 2-Änderung hilft, Vorbehalte gegenüber Infrastruktur abzubauen, sehe ich dies positiv.

Althaus findet es betrüblich, dass die Pensionskassen insgesamt eine untereinander relativ einheitliche Anlagestrategie verfolgen und sich oft an der Herde orientieren. Den lediglich graduellen Anstieg der alternativen Anlagen in institutionellen Portfolios über die letzten Jahrzehnte findet er gemessen am Potenzial dieser Anlageklasse bedauerlich. Die Zinsen dürften auf absehbare Zeit tief bleiben, was die Suche nach Alternativen umso drängender macht. Zudem werden immer mehr Kassen einen negativen Cashflow aufweisen und entsprechend auf Anlagen angewiesen sein, die regelmässige Erträge abwerfen.

Wird sich die durchschnittliche Anlagestrategie in der 2. Säule in den nächsten Jahren ändern?

Ich hoffe es. Was ist das Resultat, wenn die Kassen nichts ändern? Unterstützt vom Regulator müssen sie weiter an den versicherungstechnischen Parametern drehen: Der technische Zins sinkt weiter, der Umwandlungssatz geht runter, die Leistungen gehen zurück. Für mich ist diese Entwicklung absolut problematisch, weil sie einseitig erfolgt. Ich bin davon überzeugt, dass auch die Anlage-seite mehr zur Behebung der Situation, die wir im Vorsorgebereich haben, beitragen müsste. Wenn man 0.5 Prozent zusätzliche Performance generieren kann, ist ein grosser Teil des Problems gelöst. Daher würde es der Pensionskassenwelt gut anstehen, performanceorientierter zu operieren. Es ist eben auch ein Risiko, zu wenig Risiko einzugehen. Die Zeche zahlen die Versicherten. |

Interview und Fotos: Kaspar Hohler