

Roundtable

Immobilien



SPONSOR



TEILNEHMER

- 1 Oliver Kunkel** Senior Consultant, PPCmetrics
- 2 Andreas Ammann** Managing Partner, Wüest & Partner
- 3 Michael Lennert** Moderator, Financial Times Ltd, Chefredaktor spn
- 4 Cornel Widmer** Leiter Immobilien, Zürich Schweiz
- 5 Tobias Späti** Portfolio Manager Multi Asset Team, Pensionskasse Deutsche Bank
- 6 Dr. Markus Schmidiger** Studienleiter MAS Immobilienmanagement, Hochschule Luzern/ Geschäftsführer der Velia Immobilien AG
- 7 Jürg Meisterhans** Partner, KPMG/ Stiftungsratsmitglied, KPMG Personalvorsorgestiftung





spn: Sehr geehrte Herren, herzlich willkommen zum spn Roundtable Immobilien. Lassen Sie uns gleich in die Vollen gehen. Herr Ammann, wie investieren institutionelle Investoren in der Schweiz derzeit in Immobilien?

Andreas Ammann: Bei diesem Punkt gibt es kein universelles Kochrezept, sondern das hängt von der jeweiligen Anlagestrategie einer Pensionskasse im Allgemeinen sowie der Immobilienstrategie im Speziellen ab. Daneben spielt die Grösse einer Pensionskasse eine genauso entscheidende Rolle wie die Frage, was mit den Immobilien in Bezug auf das Gesamtportfolio bezweckt wird.

spn: Herr Späti, wie investieren Sie bei der Pensionskasse der Deutschen Bank in Immobilien?

Tobias Späti: Bei uns ist die Frage zentral, ob wir direkt oder indirekt in Immobilien investieren. Bei der direkten Anlage hat man den Vorteil, dass man das Immobilienportfolio selber steuern kann. Der Nachteil

„UNSERE PENSIONS KASSE INVESTIERT IN
INDIREKTE IMMOBILIENANLAGEN MIT
SCHWERPUNKT SCHWEIZ.“

Jürg Meisterhans

liegt oftmals in einer geringeren Liquidität sowie eingeschränkten Diversifikationseigenschaften. Schlussendlich ist es auch eine Frage der Ressourcen, also die Frage, wie viele Kapazitäten der Pensionskasse zur Verfügung stehen, eine solche direkte Anlagestrategie zu fahren. Auf der anderen Seite besitzen die indirekten Anlagevehikel gerade diese Vorteile, sie sind besser diversifiziert und weisen bessere Liquiditätseigenschaften auf. Letztendlich muss eine Pensionskasse abwägen, was am besten zu ihr passt, und die Frage beant-

worten, ob die zusätzlichen Kosten, die eine direkte Anlagestrategie mit sich bringt, höher oder tiefer sind als die Kosten, die man bezahlt, wenn man ein Outsourcing betreibt.

spn: Herr Meisterhans, wie investiert man bei der KPMG in Immobilien?

Jürg Meisterhans: Unsere Pensionskasse investiert in indirekte Immobilienanlagen mit Schwerpunkt Schweiz. Bei ausländischen Immobilienanlagen haben wir Mühe geeignete Anlagevehikel zu finden.

spn: Herr Kunkel, kennen Sie als Consultant Durchschnittswerte, wie die Schweizer Pensionskassen in Immobilien investieren?

Oliver Kunkel: Was ich erst noch anfügen wollte: Ich denke, es ist zentral, dass das Immobilienvermögen einer Pensi-

onskasse unabhängig vom Arbeitgeber und dessen Zukunft ist. Sprich, sollte der Arbeitgeber zukünftig Probleme bekommen, darf nicht das Immobilienportfolio darunter leiden. Doch zu Ihrer Frage: Es ist sicher so, wenn eine Pensionskasse heute auf einer grünen Wiese mit Immobilienanlagen starten würde, würde sich diese in den seltensten Fällen dazu entscheiden – ausgenommen die ganz grossen Pensionskassen –, einen direkten Immobilienbestand aufzubauen. Gemäss Pensionskassenstatistik wird aktuell rund ein Drittel der Immobilienanlagen in indirekte Immobilienanlagen investiert und der Rest in direkte Anlagen, wobei der Trend eindeutig hin zu indirekten Anlagen geht.

spn: Was raten Sie Ihren Kunden, Herr Widmer?

Cornel Widmer: Es kommt natürlich auf die Bedürfnisse einer Pensionskasse an. Grundsätzlich kann es durchaus angezeigt sein, direkt zu investieren, vorausgesetzt man hat als Pensionskasse die entsprechende Grösse und das entsprechende Know-how. Das sind die zwei Faktoren, die es braucht. Ist dies nicht gegeben, ist es ratsam indirekt zu investieren. Hierbei ist für die Performance dann letztendlich entscheidend, in welches Vehikel und in welchen Manager man investiert.

spn: Herr Schmidiger, Ihr Lehrstuhl hat neulich eine Studie durchgeführt, die untersucht hat, wie Pensionskassen ihre Immobilienanlagen führen. Zu welchen Ergebnissen sind Sie gekommen?

Dr. Markus Schmidiger: Wir sehen, dass viele kleinere und mittlere Pensionskassen ihre Objekte nicht professionell führen. Grundsätzlich gilt: Ein Investor muss direkten Einfluss auf die eingegangenen Risiken nehmen sowie auf die Art, wie das Immobilienportfolio geführt wird. Eine Immobilie ist letztlich wie ein kleines Unternehmen und braucht entsprechende Führung. Kann das nicht sichergestellt werden, sollte überlegt werden, ob man das Ganze nicht einem Dritten überträgt – und zwar nicht dem Verwalter, sondern ei-

nem professionellen Asset Manager – sowie ob man nicht grundsätzlich dazu übergeht indirekt zu investieren. Andernfalls ist es zu schwierig abzuschätzen, ob im Portfolio nicht irgendwelche Zeitbomben lauern.

spn: Sie haben auch eine Grenze ermittelt, ab der es Sinn machen kann, direkt zu investieren. Wo liegt diese Grenze?

Schmidiger: Die Grenze, ab der es Sinn machen könnte selbst direkt zu investieren, liegt bei rund 300 bis 500 Millionen Schweizer Franken.

Widmer: 500 Millionen Franken an Immobilienvermögen?

Schmidiger: Genau. Darunter ist der Overhead eigentlich zu gross.

Widmer: Wenn ich noch etwas zu dem Thema „direkt versus indirekt“ sagen darf. Letztendlich ist es auch eine Frage der Gefässe. Man muss sich bewusst sein, dass indirekt nicht gleich indirekt ist. So kann eine Pensionskasse in Fonds, in eine Anlagestiftung, kotierte Gefässe oder in nicht kotierte Gefässe investieren. Die Gefässe verhalten sich grundsätzlich verschieden. Somit muss eine Pensionskasse zuerst entscheiden, was sie will, und dann die Eigenschaften der verschiedenen Gefässe diskutieren.

spn: Gibt es für den institutionellen Investor in der Schweiz genügend Gefässe?

Kunkel: Das Problem ist weniger die mangelnde Vielfalt an Gefässen, sondern eher die Verfügbarkeit von Immobilien an sich. Fast alle Gefässe sind entweder seit Jahren für Neugelder geschlossen, haben hohe Ausgabekommissionen oder handeln wie Immobilienfonds zu Aufpreisen, die über dem langfristigen Durchschnitt liegen.

„DIE GRENZE, AB DER ES SINN MACHEN KÖNNTE SELBST DIREKT ZU INVESTIEREN, LIEGT BEI RUND 300 BIS 500 MILLIONEN FRANKEN.“

Dr. Markus Schmidiger

Ammann: Noch einmal zur Frage der Gefässe. Obwohl in den letzten Jahren ein Trend zur Grösse festzustellen war, so ist die Anzahl der Gefässe mit einer Kapitalisierung von einer Milliarde und mehr in der Schweiz noch beschränkt. Wenn eine Pensionskasse einige 100 Millionen oder gar eine Milliarde indirekt in Immobilien investieren will, ist das eine substanzielle Position.

Meisterhans: Diese Aussagen kann ich nur unterstützen. Es ist nicht einfach, die richtigen Gefässe, zum Beispiel Anlagestiftungen, zu finden, bei denen man eine



Cornel Widmer ist Leiter Immobilien bei Zürich Schweiz. Er sieht momentan ein Auseinanderdriften im Schweizer Immobilien-Transaktionsmarkt. Während private Investoren, unter Fremdmiteinsatz, bereit seien hohe Preise zu bezahlen, sei die Preisdisziplin bei institutionellen und professionellen Investoren in der Regel noch vorhanden. Hier stellt Widmer fest, dass sich jene Manager, welche sich der Zyklen der Märkte bewusst sind, in der heutigen Marktphase eher zurückhalten. Deswegen gebe es auch weniger Möglichkeiten einzu steigen. Und genau aus diesem Grund werden derzeit bei den meisten Anlagestiftungen nur wenige Emissionen getätigt.

ansprechende Performance erzielen kann. Und im Ausland stellt sich zudem oft die Frage, wie die Risiken zu beurteilen sind. Vor allem vor dem Hintergrund, dass hier viele Anlagefonds in der Vergangenheit stark gelitten haben. Das dürfte auch ein Grund sein, warum sich Schweizer Pensionskassen in den letzten Jahren vor allem auf Schweizer Immobilien fokussierten.

spn: Sind Sie mit der Rendite Ihrer Immobilienanlagen zufrieden?

Meisterhans: Bei Schweizer Immobilien sind wir zufrieden, wobei ich vielfach auch das Gefühl habe, dass sich die Schweizer Pensionskassen bei diesem Punkt zeitweise etwas schnell zufriedengeben.

spn: Teilen Sie seine Ansicht, Herr Ammann?

Ammann: Ich würde sagen: Ja, sie gaben sich schnell zufrieden, und ja, sie geben sich zum Teil immer noch schnell zufrieden. Wobei, es ist immer mehr ein Wandel feststellbar, ein Wandel hin zu einer höheren Professionalisierung.

Widmer: Aber noch einmal zum Thema, ob man als Schweizer Pensionskasse in einen Fonds, in kotierte Gefässe oder in

Anlagestiftungen investiere sollte. Das scheint mir ein sehr wichtiger Punkt zu sein. Man muss einfach zur Kenntnis nehmen, dass eine Anlagestiftung steuerlich massiv gegenüber den Fonds begünstigt ist. Einfach deswegen, da diese Vehikel speziell für die Pensionskassen konstruiert wurden und sehr effizient sind. Das Zweite: Wenn man die Performance der Anlagestiftungen mit denen der Fonds vergleicht, stellt man zuerst einmal fest, dass die Anlagestiftungen zum Net Asset Value (NAV) bewerten. Das heisst: Pensionskassen können bei Anlagestiftungen zum NAV rein, und sie können auch zum NAV wieder raus. Sprich, hier gibt es keinen Zu- oder Abschlag wie etwa bei Fonds, die sich dann sofort auf die Preise niederschlagen. Ergo, für Schweizer Pensionskassen ist es nach wie vor attraktiv, zum heutigen Zeitpunkt in eine Anlagestiftung zu investieren.

Späti: Wir empfehlen unseren Kunden eine Strategie, die beides enthält. Also eine Strategie, die sowohl kotierte Immobilienfonds, bei denen Expansionen und Kontraktionen in den Preisaufschlägen gegenüber den NAVs stattfinden, als auch Anlagestiftungen enthält. Warum? Man kann daraus eine taktische Konstruktion ableiten, die über den Konjunkturverlauf Mehrwert generieren kann.

Widmer: Das ist sicher richtig. Man muss sich natürlich entscheiden, was man will. Kotierte Immobilienanlagen haben eine starke Korrelation zu Aktien. Will man also eine grössere Volatilität im Portfolio, oder sucht

man tiefe Volatilität und tiefe Korrelation zu Aktien?

Kunkel: Ich möchte noch einen Punkt ansprechen. Grundsätzlich kann es durchaus Sinn machen, wenn eine Pensionskasse einen Anteil ihrer Anlagen in nicht sofort handelbare und liquidierbare Anlagen investiert mit dem Ziel, eine mögliche Prämie für illiquide Anlagen abzuschöpfen. Wenn es sich jedoch beispielsweise um eine Rentnerlastige Pensionskasse handelt, würde ich sagen ist es ratsamer, eher in Gefässe wie beispielsweise Immobilienfonds zu investieren, bei denen eine Handelbarkeit durch einen breiten Markt gegeben ist und bei denen man die Möglichkeit hat, rauszukommen und die Bestände zeitnah abzubauen.

spn: Herr Widmer, gibt es in der Schweiz genügend interessante Immobilien zu kaufen?

Widmer: Die Frage ist nicht, ob man Liegenschaften kaufen kann, sondern zu welchem Preis. Wissen Sie, die Manager, die sich bewusst sind, dass ein Markt auch seine Zyklen hat, sind in der heutigen Marktphase eher zurückhaltend. Das heisst, diese Manager zahlen nicht jeden Preis und für diese gibt es derzeit auch weniger Möglichkeiten einzusteigen.

spn: Wie wirkt sich der Anlagedruck von Pensionskassen aus?

Schmidiger: Die Preise sind im Moment hoch. Was kann man also tun? Auch das ist wiederum eine Frage der Grösse und der Kompetenz. Man kann natürlich Objekte kaufen, die man weiterentwickeln kann, Problemobjekte oder Projektentwicklungen. Hierbei kann die Rendite wesentlich stärker beeinflusst werden, wenn man direkt und nicht indirekt investiert. Aber das alles setzt Kompetenz voraus. Da gibt es durchaus Chancen. Das sind jedoch vor allem Optionen für grössere Pensionskassen mit dem entsprechenden Know-how.

spn: Herr Ammann, wie lautet Ihre Meinung hierzu?

Ammann: Traditionell verfolgen die Schweizer immer noch einen Buy-and-hold-Ansatz. Mittlerweile sieht man jedoch auch einen Shift hin zu aktiverem Immobilienmanagement. Die Bestände werden also nicht mehr unendlich lang gehalten, man trennt sich auch schon mal von einer Immobilie, man bereinigt das Portfolio. Hier gibt es Veränderungen, auch wie man die Liegenschaften analysiert und bewertet. Man zeigt

„VIELE INVESTOREN FAHREN IHRE ZIELQUOTE NACH OBEN UND KAUFEN MASSIV EIN.“

Dr. Markus Schmidiger



Dr. Markus Schmidiger ist Studienleiter MAS Immobilienmanagement an der Hochschule Luzern sowie Geschäftsführer der Velia Immobilien AG. Er stellt fest, dass viele kleinere und mittlere Pensionskassen ihre Immobilienobjekte zu wenig professionell führen. Er fordert deswegen: Ein Investor muss direkten Einfluss auf die eingegangenen Risiken nehmen können sowie auf die Art, wie das Immobilienportfolio geführt wird. Kann das nicht sichergestellt werden, sollte überlegt werden, ob man das Ganze nicht einem Dritten überträgt. Andernfalls sei es schwierig abzuschätzen, ob im Portfolio nicht irgendwelche Zeitbomben lauern.

heute transparenter auf, beispielsweise welches die Renditeträger sind und welches nicht.

spn: Herr Meisterhans.

Meisterhans: Ich muss betonen, dass ich den Eindruck habe, dass die Nachfrage wesentlich höher als das Angebot ist und dass etliche institutionelle Investoren gar nicht so viele Immobilien kaufen können, wie sie wollen.

Ammann: Das war in den letzten Jahren eindeutig so. Wenn man die Zeitreihen länger aufspannt war es natürlich nicht immer so. Wir hatten ja unsere Subprime-Krise Anfang der 90er Jahre. Dann kam der Boom auf den Technologiemarkten, da waren Immobilien ein langweiliges Thema. Das hat sich dann wieder gedreht, als 2001 die Dotcom-Blase geplatzt ist. Seit diesem Zeitpunkt sind Immobilien in der Schweiz wieder sehr gefragt.

spn: Finden Sie keine Immobilien in der Schweiz oder weltweit?

Meisterhans: Wie gesagt, im Inland ist es letztendlich eine Frage des Preises. Was das Ausland betrifft, da gibt es sicherlich Länder wie Spanien, die USA oder Grossbritannien, die durch die Krise massiv gelitten haben. Hier stellt sich natürlich

die Frage, wann der richtige Zeitpunkt ist, um wieder einzusteigen. Zudem geht es um die Einschätzung der Risiken, und die sind zum Teil erheblich.

spn: Wollen Sie als Investor zukünftig Ihre Immobilienquote noch ausbauen?

Meisterhans: Wir waren bei unserer Pensionskasse bei 10 Prozent. Ziel ist eine Immobilienquote von 20 Prozent.

Schmidiger: Das ist etwas, was wir die letzten Jahre generell beobachten. Viele Investoren fahren ihre Zielquote nach oben und kaufen massiv ein. Die durchschnittliche Immobilienquote per Mitte Jahr liegt bei fast 20 Prozent. Das Interessante: Die Immobilienauslandsquote liegt zum gleichen Zeitpunkt bei nur 0,2 Prozent.

Kunkel: Pensionskassen haben bei den Immobilien einen langen Anlagehorizont und ändern die Zielquote nur selten, und wenn, dann gestaffelt. Anfangs Jahr lagen die Immobilienquoten bei einigen wegen der Verluste bei den Aktienanlagen über dem Zielwert. Mir ist aber keine Pensionskasse bekannt, die deswegen Immobilien abgebaut hat.

Schmidiger: Verschiedene Pensionskassen haben mittlerweile sogar angefangen, unbebautes Land zu kaufen. Das ist auch eine Flucht aus dem Anlagentotstand.

Meisterhans: Was ich noch fragen wollte. Wir leben derzeit in einem Niedrigzinsumfeld. Wie sind die Aus-

wirkungen auf das Preisniveau der Immobilien, wenn die Zinsen mittelfristig wieder steigen werden?

Ammann: Bevor ich zu Ihrer Frage komme, will ich noch Folgendes anmerken: Man sagt heute immer, man kauft zu hohen Preisen und zu tiefen Renditen. Doch stimmt das wirklich? Es ist doch so: Die Immobilienrenditen liegen noch immer klar über dem Mindestzins. Daneben sind die Immobilienrenditen weniger gefallen als das generelle Zinsniveau. Der Spread wurde somit eher attraktiver. Mit der Konsequenz, dass die Renditen von Immobilien heute eigentlich attraktiv sind.

spn: Welche Sektoren sind für Sie bei Immobilien Schweiz interessant?

Kunkel: Historisch war es sicher Wohnen Schweiz, wobei man heutzutage auch einen Trend hin zu Retail oder Retail gemischt mit Büroflächen sieht. Ich denke das ist sicher auch ein Ausdruck dafür, dass es bei den Wohnliegenschaften immer weniger zu kaufen gibt.

spn: Für wie attraktiv halten Sie derzeit Immobilien Schweiz, Herr Späti?

Späti: Die Frage lautet hier sicher: Attraktiv im Vergleich zu was? Und da muss ich schon sagen, dass ausländische Immobilien zum Teil eine viel stärkere Volatilität aufweisen. Nehmen Sie das Jahr 2008. Das hat eindeutig gezeigt, dass es Märkte gab, die im Vergleich zum konservativen Schweizer Markt stark in die Brüche gegangen sind. Da hat es sich nicht gelohnt zu diversifizieren. Man kann auch ein Portfolio aufbauen, dass innerhalb der Schweiz sehr gut und breit diversifiziert ist, sprich über Regionen und Sektoren wie Wohnen, Retail, Büro et cetera.

Widmer: Wir glauben, dass die relative Wettbewerbsposition der Schweiz im Vergleich zum Ausland in der letzten Zeit sicher nicht schlechter geworden ist. Deswegen sind wir auch der Auffassung, dass Immobilienanlagen in der Schweiz ihre absolute Berechtigung haben. Die Frage stellt sich natürlich, ob es 100 Prozent der Immobilienanlagen sein müssen? Wir bei Zürich beispielsweise haben uns auf Konzernniveau als Ziel gesetzt, ein globales Immobilien-Exposure aufzubauen. Wir streben eine globalere Diversifikation in diesem Sektor an. Für Schweizer Pensionskassen ist das natürlich eine Mammutaufgabe, die fast nicht lösbar ist, weil ausländische Märkte total andere Gegebenheiten und Risiken aufweisen als der Heimmarkt und es eine Organisation braucht, welche die Strategie auch erfolgreich umsetzen kann.

Schmidiger: Wir kommen gar nicht darum herum, in der Zukunft stärker ins Ausland zu gehen. Mit 20 Prozent oder irgendwann vielleicht sogar 25 Prozent Immobilienquote im kleinen Markt Schweiz, hat man letztendlich schon ein grosses Klumpenrisiko.

Kunkel: Natürlich macht es Sinn und hat Vorteile, wenn man international diversifiziert. Ich sehe allerdings ein Umsetzungsproblem. So sind die Kosten für die Auswahl und Überwachung von nicht kotierten An-

„MAN SAGT HEUTE IMMER, MAN KAUFTE ZU HOHEN PREISEN UND ZU TIEFEN RENDITEN. DOCH STIMMT DAS WIRKLICH?“

Andreas Ammann

lagegefassen hoch. Insbesondere die ökonomische und juristische Prüfung der Produkte ist sehr aufwändig. Die Konsequenz ist, dass die Anzahl der Pensionskassen, die bereit sind diese Kosten zu tragen und bei denen es sich netto lohnt, gering ist.

Meisterhans: Ich denke, sehr viele Pensionskassen wollen diversifizieren und in Immobilien Ausland investieren. Wir auch. Wir schauen uns auch einige Anbieter an. Die Suche nach Qualität und den richtigen Anbietern ist aber schwierig. Zudem, wie kontrolliert man das Ganze? Es braucht einfach ein sehr gutes Know-how, aber auch den richtigen Zeitpunkt, ab dem man reingeht, denn auch das haben die letzten Jahre gezeigt, man kann auch massiv Geld verlieren.

spn: Doch noch einmal zurück zur Schweiz. Herr Ammann, Wüest & Partner hat kürzlich eine Studie veröffentlicht, in der Sie den Schweizer Immobilienmarkt bewertet haben. Zu welchen Ergebnissen kommen Sie? Und sehen Sie die Gefahr einer Blasenbildung oder Überhitzung?

Ammann: Man muss sehen, dass man von einer Blasenbildung vor allem im Bereich der Eigenheime spricht. Das ist natürlich hier nicht unbedingt unser Thema. Grundsätzlich kann man nicht den ganzen Immobilienmarkt in der Schweiz unter den Generalverdacht einer Blasenbildung stellen, da die Preisentwicklung insgesamt in einem vernünftigen Rahmen erfolgt. Natürlich gibt es einige Hotspots wie den Genfer See oder Zürich, wo die Preissteigerungen schon sehr deutlich sind. Aber wie gesagt: Das ist vor allem der Eigenheimmarkt. Um noch den Bogen fertig zu machen: Bei den Geschäftsmieten sehen wir die Situation ähnlich, sprich auch keine Blasenbildung, wobei hierbei die Entwicklung ganz anders als im Ausland war. So sind die Büromieten in den letzten zehn Jahren doch ziemlich flach angestiegen, und wenn man es auf Neubauten bezieht, auch relativ nah an den Entstehungskosten entlang. Natürlich gibt es beispielsweise in Zürich in der Bahnhofstrasse volatilere Tendenzen. Die waren aber niemals so stark wie in anderen Städten der Welt.

Widmer: Es ist sicher eine Charakteristik der Schweiz, dass es bei Immobilien im Vergleich zu ausländischen Märkten wenig Spekulation gibt. Doch zurück



Andreas Ammann ist Managing Partner bei Wüest & Partner. Für ihn kann man nicht den ganzen Immobilienmarkt in der Schweiz unter den grundsätzlichen Generalverdacht einer Blasenbildung stellen, da die Preisentwicklung insgesamt in einem vernünftigen Rahmen erfolge. Natürlich gibt es seiner Ansicht nach einige Hotspots, wo die Preissteigerungen schon sehr deutlich sind. Aber das bezieht sich vor allem auf den Eigenheimmarkt. Seine Vision für das Jahr 2011 sei es deswegen noch mehr Transparenz und Professionalisierung in den Schweizer Immobilienmarkt zu bringen.



Oliver Kunkel ist Senior Consultant bei PPCmetrics. Für ihn ist zentral, dass das Immobilienvermögen einer Pensionskasse getrennt vom Arbeitgeber und dessen Zukunft ist. Sprich, sollte der Arbeitgeber zukünftig Probleme bekommen, darf nicht das Immobilienportfolio darunter leiden. Kunkel geht davon aus, dass, wenn eine Pensionskasse heute auf einer grünen Wiese mit Immobilienanlagen starten würde, diese sich in den seltensten Fällen dazu entscheiden würde – ausgenommen die ganz grossen Pensionskassen –, einen direkten Immobilienbestand aufzubauen.

zur Frage: Auch für uns haben sich die Preise sicher gut entwickelt, es hat eine Angebotsausweitung stattgefunden, welche bisher sehr gut absorbiert wurde, die Leerstände sind grösstenteils immer noch auf sehr tiefem Niveau. Die Preissituation erachten wir nicht als kritisch, zumindest nicht im institutionellen Bereich. Die Risikoaufschläge, welche Immobilien gegenüber anderen Anlageklassen wie zum Beispiel Obligationen aufweisen, sind sehr attraktiv. Solange diese Situation anhält, ist mit stabilen Preisen zu rechnen.

spn: Jetzt kommt eine provokante Frage. Nehmen Sie beispielsweise den Immobilienmarkt in London. Als der Immobilienmarkt dort am Boden lag, wäre es nicht ratsam gewesen, antizyklisch indirekt einzusteigen und eine gewisse Rendite abzuschöpfen? Vergab man da keine Chancen?

Widmer: Das ist genau der Punkt. Wenn man internationale Märkte mit ihrer Volatilität betrachtet, ist erkennbar, dass diese beträchtlich höher ist als in der Schweiz. Der Erfolg einer Investition in diese Märkte hängt daher im Wesentlichen vom Ein- und Austrittszeitpunkt, sprich dem Timing ab.

Späti: Ein weiterer Einflussfaktor ist die Wechselkursvolatilität. Man muss zuerst das Wechselkursrisiko herausrechnen und prüfen, ob man sich eine Mehr-

rendite nicht nur zum Preis einer erhöhten Volatilität erkauft.

„WENN MAN INTERNATIONALE MÄRKTE MIT IHRER VOLATILITÄT BETRACHTET, IST ERKENNBAR, DASS DIESE BETRÄCHTLICH HÖHER IST ALS IN DER SCHWEIZ.“

Cornel Widmer

Ammann: Die Funktion der Immobilie in der Schweiz ist meines Erachtens ein stabiles Core Investment, bei dem man keine Volatilität sucht.

Meisterhans: Ich möchte gerne noch einmal auf die Frage zurückkommen, welches die Auswirkungen eines Zinsanstieges auf die Immobilienwerte sind. Diese Frage hat mir noch niemand beantwortet.

Ammann: Grundsätzlich haben wir über längere Zeit die Erfahrung gemacht, dass der Immobilienmarkt eine Eigendynamik hat. Das heisst, er korrigiert beispielsweise die Renditen nicht so schnell nach unten, wie der Kapitalmarkt das macht. Umgekehrt gilt übrigens das Gleiche. Genauso verhält es sich bei Zinsände-

rungen. Der Einfluss ist da, aber nicht durchschlagend eins zu eins.

Kunkel: Ich fürchte ein Szenario mit moderat steigenden Zinsen weniger, weil die Verpflichtungen dann grundsätzlich einfacher zu finanzieren sind. Deutlich schwieriger wird es, falls wir die nächsten Jahre auf einem sehr niedrigen Zinsniveau verharren. Zu Ihrer Frage: Es gibt einzelne Untersuchungen für den Schweizer Wohnmarkt, die finden, dass bei einem Zinsanstieg von 1 Prozent die Immobilienpreise um etwa 4 Prozent fallen. Das sind aber historische Betrachtungen. Einen im Voraus bekannten Zusammenhang zwischen Zinsänderungen und Immobilienpreisen wie bei den Bondpreisen gibt es bei den Immobilien nicht. Es gab auch Phasen von steigenden Immobilienpreisen bei steigenden Zinsen.

spn: Emerging-Markets-Anlagen stehen derzeit bei etlichen institutionellen Investoren ganz oben auf der Agenda. Gilt das auch für Emerging-Markets-Immobilienanlagen?

Schmidiger: Die Musik wird sicher in den Emerging Markets spielen. Die entscheidende Frage lautet aber, ob man damit auch Geld verdienen kann. Wenn wir etwas aus der Finanzkrise gelernt haben, dann sicher das, dass man nur in das investieren soll, was man versteht. Und die Immobilienmärkte in diesen Ländern sind doch häufig intransparent und funktionieren nach anderen Regeln als in der Schweiz. Daneben gilt: Schauge auf die Fundamentaldaten und wähle den richtigen Partner.

Widmer: Wenn man international investiert, sollte man sich genau überlegen, in welche Märkte man gehen will. Hierbei sollte man nicht diejenigen auswählen, welche die höchsten Risiken bergen. Man kann globale Diversifikation auch in reifen und transparenten Märkten erreichen. Zudem gilt: Es braucht Marktnähe, Research und gewisse Funktionen vor Ort, um diese Märkte zu verstehen. Da ist es sicher ratsam, zum Beispiel das Asset Management und das Transaktionsmanagement durch Vertrauensleute abzudecken und durch diese in den Märkten präsent zu sein. Generell sollte man bei internationalen Investments den gleichen organisatorischen Komfort haben wie bei Investitionen in den Heimmarkt.

Späti: Meiner Meinung nach macht es langfristig absolut Sinn, in die Emerging Markets zu investieren. In den nächsten 10 bis 20 Jahren werden wir in diesen Märkten ein relativ höheres Wachstum sehen. Ganz wichtig dabei ist natürlich das Timing, also wann und wie man Exposure zu diesen Märkten aufbaut.

Widmer: Es ist natürlich auch immer eine Frage der Risikofähigkeit. Jede Pensionskasse hat diesbezüglich andere Möglichkeiten, dies beeinflusst die Anlagestrategie und die SAA bezüglich Immoanlagen im Ausland. Wenn der Risikoappetit nicht da ist, sieht das Portfolio bezüglich einer Auslandsallokation anders aus.

Kunkel: Durch Immobilien kann man gut am Wirtschaftswachstum eines Landes partizipieren, das gilt

auch für Emerging Markets. Eine Investition in Emerging Markets Real Estate bedingt aber meist den Einsatz von Anlagen mit Private-Equity-Charakter und entsprechender geringer Rechtssicherheit. Zudem wird für den Aufbau eines diversifizierten Portfolios ein hohes Volumen benötigt. Das hält viele Pensionskassen von einer Investition ab.

spn: Das ist sicher auch ein Grund, warum die Schweizer das stabile Segment Wohnen schätzen. Doch werden hierbei die Risiken nicht unterschätzt? Was passiert zum Beispiel, wenn die Konjunktur dreht oder die Zuwanderung abnimmt?

Schmidiger: Der Schweizer Wohnmarkt ist sicher so lange stabil, solange die Parameter die gleichen bleiben. Es stimmt, wir haben in den letzten Jahren sehr stark von der Zuwanderung gelebt. Wenn diese abbricht, wird es natürlich zu einer Abkühlung kommen.

spn: Bei Immobilien gibt es verschiedene Investitionsstufen. Man kann reines Bauland kaufen, Projektentwicklung betreiben oder in fertige Immobilien investieren. Wie beurteilen Sie die einzelnen Phasen und was ist am sinnvollsten?

Meisterhans: Wenn man Projektentwicklung betreiben will, braucht es wirklich Know-how. Und das haben, so denke ich, die wenigsten Pensionskassen. Vielleicht ist man hier besser beraten, wenn man in einen Immobilienfonds oder in eine „kotierte“ Lösung investiert. Die betreiben dieses Geschäft in aller Regel professionell.

Ammann: Sie vertreten eine neue Sichtweise. Diese Einsicht war nicht immer da. Beispielsweise haben viele kleinere Pensionskassen einfach Land gekauft und munter drauflosgebaut. Das war gang und gäbe. Die Einsicht, dass Immobilienentwicklung eigentlich ein risikoreicheres Geschäft ist, ging erst mit gewissen Enttäuschungen einher und erfolgte später.

Schmidiger: Man kann sich Know-how auch extern einkaufen, indem man zum Beispiel einen guten Bauherrenvertreter engagiert, der die Interessen der Pensionskasse vertritt. Das tun leider viele nicht.

spn: Kommen wir zum Thema Immobilienfinanzierung. Wie lautet hier Ihre momentane Einschätzung?

Meisterhans: In der Schweiz ist es sicher so, dass die Immobilien die Leverage-Exzesse, die es in anderen Märkten gab, nicht mitgemacht haben. Das finde ich positiv und hoffe, dass es in der Zukunft auch so bleiben wird.

Schmidiger: Wir hatten bei High-Leverage-Transaktionen eine Mini-Blase, aber nur in einem ganz kleinen Segment. Einfach des-

„WENN MAN PROJEKTENTWICKLUNG BETREIBEN WILL, BRAUCHT ES WIRKLICH KNOW-HOW.“

Jürg Meisterhans

wegen, da es Investoren gab, die eigentlich keine Immobiliengeschäfte, sondern Zinsdifferenzgeschäfte gemacht haben. Das funktioniert nicht mehr. In diesem kleinen Segment sind auch die Preise wieder zurückgekommen. Aber der ganze Rest, der eigentlich von Schweizern dominiert wird, da haben wir es mit sehr vernünftigen Finanzierungsrelationen zu tun.

spn: Was ist vernünftig?

Ammann: Bei den Anlagestiftungen und den Fonds gibt es Obergrenzen, bei den Anlagestiftungen sind es 40 Prozent Fremdkapital, bei den Fonds 50 Prozent. Bei kotierten Immobiliengesellschaften liegt die Grenze in der Praxis bei rund 65 Prozent. Die Frage ist natürlich, ob man das ausschöpft. So gibt es Pensionskassen, die gar nicht fremdfinanzieren.

Widmer: Schweizer Investoren sind im Vergleich zu anderen sehr zurückhaltend. Aber ich denke auch, dass sich diese Mentalität über kurz oder lang auch bei uns ändern könnte. Finanzierungsfragen, taktische oder

strategische, werden an Beachtung gewinnen. Aber natürlich ist es immer noch so, dass viele Pensionskassen, wenn sie in Immobilien investieren, ein Immobilien-Exposure und kein Kredit-Exposure suchen.

spn: Wie haben die Schweizer Immobilieninvestoren die Finanzkrise erlebt?

Schmidiger: Die Schweizer Immobilieninvestoren haben sich eher die Frage gestellt: Welche Krise? Die Krise ging an der Schweizer Immobilienbranche bisher extrem gut vorbei.

Widmer: Die Finanzkrise hatte dennoch eine starke Auswirkung auf die Immobilienbranche, eben im umgekehrten Sinn. Die relative Attraktivität der Immobilien im Vergleich zu den anderen Risikoanlegeklassen ist enorm gestiegen. Zudem waren die High-Leverage-Player von heute auf morgen weg. Insgesamt ist man im ganzen Anlageuniversum, mindestens kurzfristig, disziplinierter und vorsichtiger geworden.

Meisterhans: Wenn man die letzten zehn Jahre anschaut, war man gut beraten, wenn man in Immobilien investiert war. Die Performance konnte sich durchaus sehen lassen. Die zentrale Herausforderung lautet gleichwohl wie folgt:



Jürg Meisterhans ist Partner bei KPMG und Mitglied des Stiftungsrates der KPMG Personalvorsorgestiftung. Für ihn ist es teilweise nicht einfach Immobilien-Gefässe zu finden, die eine ausreichende Performance erzielen. Im Ausland stellt sich für ihn zudem die Frage, wie die Risiken und die im Vergleich zur Schweiz anderen Gegebenheiten gehandhabt werden. Dies auch unter dem Aspekt, dass Immobilien Ausland in den letzten Jahren stark gelitten hatten. Trotzdem kommen die Schweizer Pensionskassen seiner Ansicht nach nicht darum herum, stärker ins Ausland zu investieren. Dabei sei es jedoch wichtig, den richtigen Zeitpunkt für ein Investment zu finden.

Wie schaffen es die Pensionskassen in den nächsten fünf bis zehn Jahren eine ausreichende Rendite zu erwirtschaften, um ihre Verpflichtungen decken zu können. Das wird aus meiner Sicht schwierig sein.

Widmer: Deswegen muss sich eine Pensionskasse bei der strategischen Asset Allocation auch um die Frage kümmern, wie man den Gesamtanlagemix langfristig, stabil und resistent aufbaut.

Kunkel: Es wird viel Positives über den Schweizer Immobilienmarkt während der Krise berichtet. Daraus zu schliessen, dass Schweizer Immobilien ein systematischer Schutz vor Krisen sind, ist aber nicht zulässig. Wie Herr Ammann richtig gesagt hat, auch in der Schweiz gab es schon Immobilienblasen und -krisen.

spn: Herr Schmidiger, gibt es bei Immobilien Themen, die in Zukunft noch mehr adressiert werden müssen?

Schmidiger: Generell muss das Asset Management weiter professionalisiert werden. Objekte und Risiken müssen nicht nur eingeschätzt, sondern auch aktiv beeinflusst werden können. Das bedeutet zunehmende Kompetenz der Immobilienmanager. Wir brauchen mehr Leute, die nicht einfach nur der Menge hinterherrennen, sondern selber denken.

Ammann: Im Hinblick auf Transparenz und Dokumentation gibt es sicherlich noch einiges zu tun. Es ist aber auch einiges im Gange. Das spürt man in der Branche.

„ICH ERWARTE FÜR DEN SCHWEIZER IMMOBILIENMARKT INSGESAMT EINE STABILE BIS LEICHT POSITIVE ENTWICKLUNG.“

Tobias Späti

spn: Welche Trends sehen Sie im Moment?

Späti: Der Schweizer Markt ist transparenter geworden in den vergangenen zehn Jahren. Das ist eine gute Entwicklung. Was mir noch fehlt sind eine ausreichende Transparenz bei den Anlagevehikeln und das Vorhandensein von zentralen Datenbanken, die Immobilienanlagegefässe miteinander vergleichbar machen. Das sollte noch kommen.

Ammann: Das Problem ist: Der Leidensdruck im Markt ist nicht so gross, und es suchen auch nicht alle nach Transparenz. Es fehlt somit die Einsicht, dass es wichtig wäre, Daten-Pools zu unterstützen.

Widmer: Man muss sich natürlich bewusst sein, dass Immobilien per se eine risikobehaftete Anlage dar-



Tobias Späti ist Portfolio Manager im Multi Asset Team von Deutsche Asset Management. Das Team managt die Gelder von mehreren Schweizer Pensionskassen, unter anderem auch jene der Pensionskasse der Deutschen Bank. Für ihn ist der Schweizer Immobilienmarkt in den vergangenen zehn Jahren transparenter geworden. Das ist für den Portfolio Manager eine gute Entwicklung. Was Späti noch fehlt sind eine ausreichende Transparenz bei den Anlagevehikeln und das Vorhandensein von zentralen Datenbanken, die diese Vehikel miteinander vergleichbar machen. Hier hofft er, dass derartige Daten-Pools noch kommen.

stellt. Eine vernünftige Bewertung sollte deswegen auch die Grundlage für ein adäquates Risikomanagement sein.

spn: Reicht die DCF-Methode als alleiniger Bewertungsmaassstab aus oder braucht man mehr?

Ammann: Man kann die Frage nicht allein mit der Methode beantworten, sondern es kommt auch darauf an, wie die Methode effektiv angewendet wird. Ich glaube, dass die DCF-Methode heute State of the art ist, denn sie hat den Vorteil, dass sie alle drei relevanten Treiber einer Immobilie, also die Einkommenseite, die Kostenseite und die Zinsseite, abbildet. Wie marktnah dann so eine Einschätzung ist, hängt natürlich von den materiellen Einschätzungen ab.

Schmidiger: Die DCF-Methode hat den grossen Vorteil, dass sie die Zukunft und die Marktsicht abbildet. Damit ist schon viel gewonnen. Letztendlich ist es jedoch auch hier eine Frage der richtigen Anwendung.

Widmer: Und des Sachverstandes.

spn: Herr Ammann, was hat sich Wüest & Partner für 2011 auf die Fahnen geschrieben?

Ammann: Unsere Mission ist nach wie vor, die Transparenz und die Professionalisierung auf dem Schweizer Immobilienmarkt voranzutreiben.

spn: Herr Meisterhans, wie sieht Ihre Immobilienagenda 2011 aus?

Meisterhans: Wir wollen in unserer Pensionskasse die Immobilienquote weiter ausbauen. Für uns wird es zentral sein, genügend Anlagemöglichkeiten zu finden, die insbesondere unseren Qualitäts- und Renditevorstellungen entsprechen.

spn: Wie lautet Ihr Marktausblick für 2011?

Späti: Ich erwarte für den Schweizer Immobilienmarkt insgesamt eine stabile bis leicht positive Entwicklung und sehe keine Gefahr der Blasenbildung, solange man bei den Banken die Finanzierungsregeln einhält.

Widmer: Es gibt natürlich immer viel Ungewissheit, da der Immobilienmarkt mit einer Verzögerung von ein bis zwei Jahren auf die realwirtschaftliche Situation reagiert. Die grossen Fragezeichen liegen meines Erachtens in der Export- und Finanzwirtschaft sowie in der Wechselkursituation. Das anhaltende und prognostizierte Bevölkerungswachstum wird der Immobilien-Branche weiterhin wesentliche Impulse geben.

spn: Sehr geehrte Herren, danke für die engagierte Diskussion. ■