PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research. www.ppcmetrics.ch

Investment Consulting

Some of the graphs/pictures are not available online

Immobilien als Anlageobjekt: Aktuelle Herausforderungen

Tagung «Stiftungen und Immobilien» vom 9. Mai 2017

PPCmetrics AG
Oliver Kunkel, Senior Investment Consultant

Zürich, 9. Mai 2017

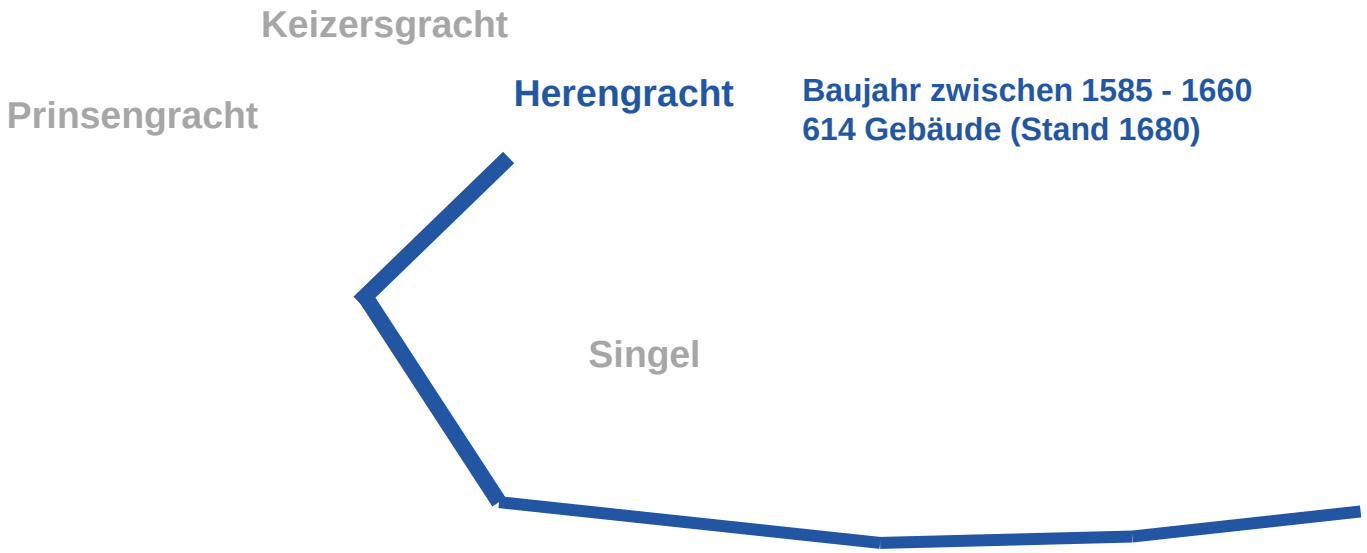
© PPCmetrics AG

Inhalt

- Einleitung: Immobilien als Anlageobjekt 3 - 7
- Herausforderung 1: Anlagenotstand 8 - 14
- Herausforderung 2: Richtige Risikoeinschätzung? 15 - 23
- Fazit 24 - 27

Einleitung: Immobilien als Anlageobjekt

Herengracht in Amsterdam



Quelle: Wikipedia

Anlageresultat nach 380 Anlagejahren

Historische Realpreisänderungen 1628 - 2008

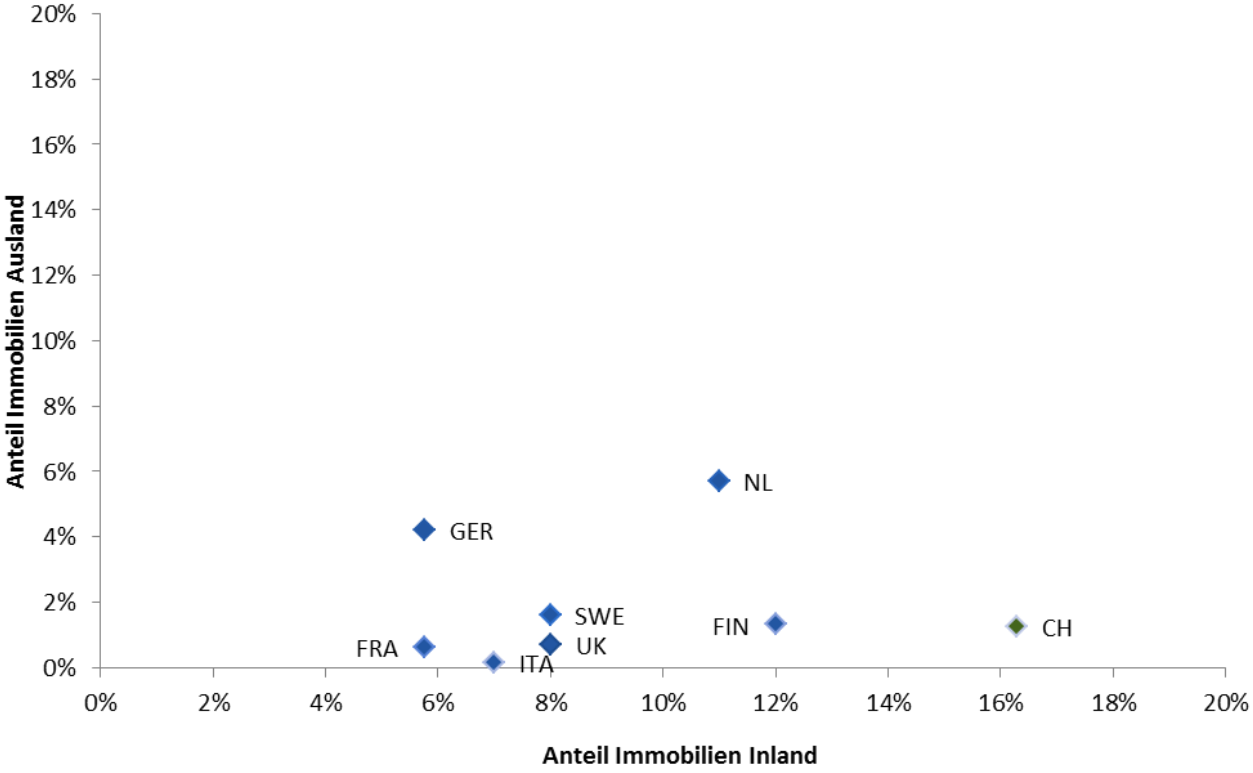
Preisänderung der Immobilien ca. 0.3% p.a.

Immobilienmärkte unterliegen lokalen, regionalen und globalen Einflüssen. Langfristig kann argumentiert werden, dass Immobilienpreise nicht stärker wachsen können als die lokale Wirtschaft.

Quelle: Eicholtz, Piet M.A. , 1997, “The Long Run House Price Index: The Herengracht Index, 1628–1973,” *Real Estate Economics*, updated to 2008 by Eicholtz.

Immobilien sind eine beliebte Anlagekategorie

Anteil Immobilienanlagen in % (Institutionelle Anleger)



Immobilien sind ein wichtiger Bestandteil der Vermögensanlagen.

Der Anteil liegt erfahrungsgemäss zwischen 10 - 25%

Datenquellen: BFS Pensionskassenstudie; INREV Investor Universe Comparison Study (2012); Umfrage bei 218 Investoren mit Assets über EUR 3'500 Mrd.

Anleger steht eine breite Palette zur Verfügung

In der Schweiz stehen – neben der Direktanlage – verschiedene Arten von indirekten Anlagen bzw. Kollektivanlagen zur Verfügung:

	Kotierte Immobilienaktien	Kotierte Immobilienfonds	Nicht kotierte Immobilienaktien	Nicht kotierte Immobilienfonds	Anlagestiftungen
Beispiele	Swiss Prime Site, PSP, Allreal, …	UBS Sima, CS Siat, …	Zug Estates, Athris Holding, …	AXA Immovation, Swiss Life REF Swiss Properties	Swisscanto, Avadis, Pensimo, …
Marktübersicht	14 (SXI Real Estate Shares Index)	28 (SXI Real Estate Funds Index)	24 (BEKB OTC-X Immobilien)	ca. 16	29 (KGAST Immo Index)
Bilanzsumme	CHF 32 Mrd.	CHF 39 Mrd.	ca. CHF 1 Mrd.	ca. CHF 6 Mrd.	CHF 37 Mrd.
Aufsicht/ Regulierung	OR	FINMA/KAG	OR	FINMA/KAG	OAK/BVG
Handel	Sekundärmarkt (SIX)	Sekundärmarkt (SIX)	«OTC» BEKB	Primärmarkt	Primärmarkt/ Zessionen

Aber: Nicht alle Formen sind gemeinnützigen Stiftungen zugänglich!

Quelle: SIX, BEKB, KGAST

Herausforderung 1: Anlagenotstand

Beispiel: Zielvorgaben vor rund 10 Jahren…

Anleger formulieren oftmals – im Vergleich zu Obligationen und Aktien – sehr konkrete Renditevorgaben an die Immobilienanlagen.

4% Zielrendite

Geforderte «Immobilienprämie» im Jahr 2006: 1.9%

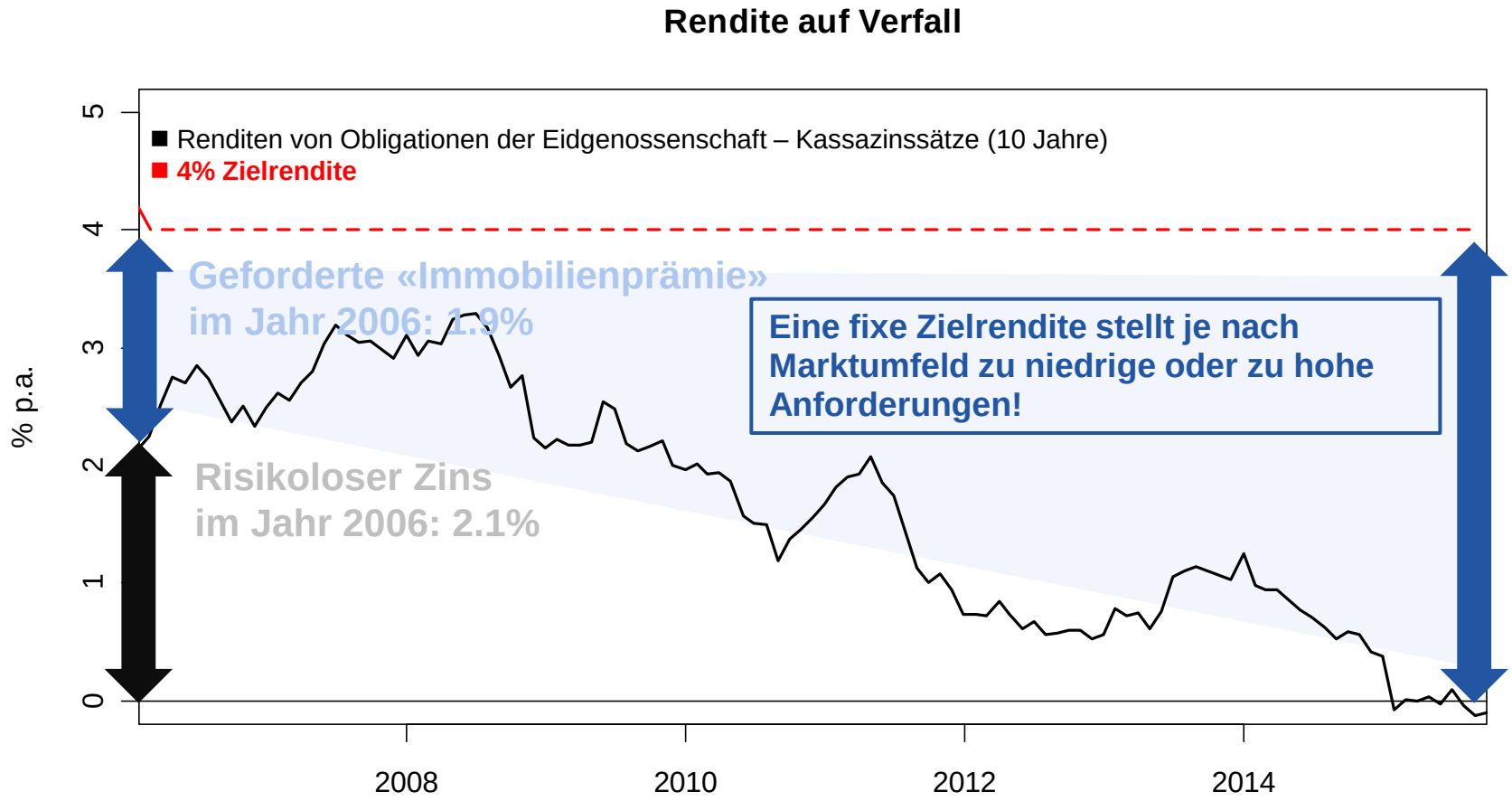
Risikoloser Zins im Jahr 2006: 2.1%

Immobilienausschuss
Januar 2006 – Anlagepolitik

- Anlagen erfolgen in Liegenschaften an bester Lage mit einem hohen Vermietungsgrad
- Die «Netto-Cash-Flow» Rendite von neuen Objekten muss mindestens 4% p.a. betragen.

Was bedeuten die damaligen Ziele heute?

Anteil Immobilienanlagen in % des Gesamtvermögens



Eine Prämie von «4%» im historischen Kontext

Historische Prämien für kotierte Aktienanlagen (1900 - 2014)

Eine «Prämie» von 4% entspricht der historischen Mehrrendite von Aktien in den letzten 100+ Jahren!

Marktbeobachtung bei Immobilienfonds

Immobilienfonds werden mit 30% Aufschlag zum Buchwert gehandelt.

Durch den höheren Preis schmälert sich auch die erwartete Rendite für Anleger!

Quelle: Credit Suisse

Exkurs: Anlagenotstand bei Pensionskassen

Anlagestiftungen sind seit Jahren für Neuzeichnungen geschlossen!

KGAST Immo-Index	Nettovermögen	Anteil in %	Handel
Adimora Omega (Wohnimmobilien)	114'970'001	0.4%	geschlossen
ASSETIMMO G (Geschäftsliegenschaften)	700'658'997	2.4%	geschlossen
ASSETIMMO W (Wohnliegenschaften)	1'273'134'033	4.4%	geschlossen
Avadis Immobilien Schweiz Geschäft	662'883'301	2.3%	geschlossen
Avadis Immobilien Schweiz Wohnen	1'952'060'059	6.7%	geschlossen
CSA Real Estate Commercial	755'754'578	2.6%	geschlossen
CSA Real Estate Switzerland	4'657'808'105	16.1%	geschlossen
CSA Real Estate Switzerland Residential	475'404'114	1.6%	geschlossen
Ecoreal Suissecore Plus	519'209'534	1.8%	geschlossen
HIG Immobilien Schweiz	643'364'014	2.2%	geschlossen
Imoka Immobilien Schweiz	435'950'012	1.5%	geschlossen
Patrimonium Wohnimmobilien Schweiz	179'445'297	0.6%	offen
Pensimo Casareal (Wohnimmobilien)	853'179'993	2.9%	geschlossen
Pensimo Proreal (Geschäftsimmobilien)	239'580'002	0.8%	geschlossen
Sarasin Nachhaltig Immobilien Schweiz	302'553'894	1.0%	geschlossen
Swiss Life Geschäftsimmobilien Schweiz	828'854'492	2.9%	geschlossen
Swiss Life Immobilien Schweiz	1'000'238'281	3.4%	geschlossen
Swisscanto Immobilien Schweiz	5'328'999'542	18.4%	offen
Tellco Immobilien Schweiz	661'520'325	2.3%	offen
Turidomus Casareal (Wohnimmobilien)	2'619'810'059	9.0%	geschlossen
Turidomus Proreal (Geschäftsimmobilien)	738'950'012	2.5%	geschlossen
UBS Immobilien Schweiz	1'648'686'890	5.7%	geschlossen
UBS Kommerzielle Immobilien Schweiz	426'801'239	1.5%	geschlossen
Zürich Immobilien - Geschäft Schweiz	501'866'791	1.7%	geschlossen
Zürich Immobilien - Traditionell Schweiz	476'829'987	1.6%	geschlossen
Zürich Immobilien - Wohnen Schweiz	1'005'689'209	3.5%	geschlossen
Stand: 02.02.2015	**29'004'202'761**		

Quelle: Angaben der Anbieter

Anlagestiftungen werden zum Buchwert gehandelt. Aktuell sind Anleger nicht bereit, Immobilien zum Buchwert zu verkaufen!

Fazit «Anlagenotstand»

- Die **geringe Verfügbarkeit** von Liegenschaften in der Schweiz mit erwarteten Renditen von 4% und mehr widerspiegelt das generelle Problem von **Anlagen in einem Tiefzinsumfeld**.
- Auch die **Renditeerwartungen** für Immobilienanlagen sind mit dem tieferen Zinsniveau gesunken.
- Aber: Immobilien sind nach Marktmeinung auch zu tieferen erwarteten Renditen **im Vergleich zu anderen Anlagekategorien attraktiv**, ansonsten würden die Immobilienpreise (insbesondere von börsenkotierten Anlagen) umgehend reagieren.

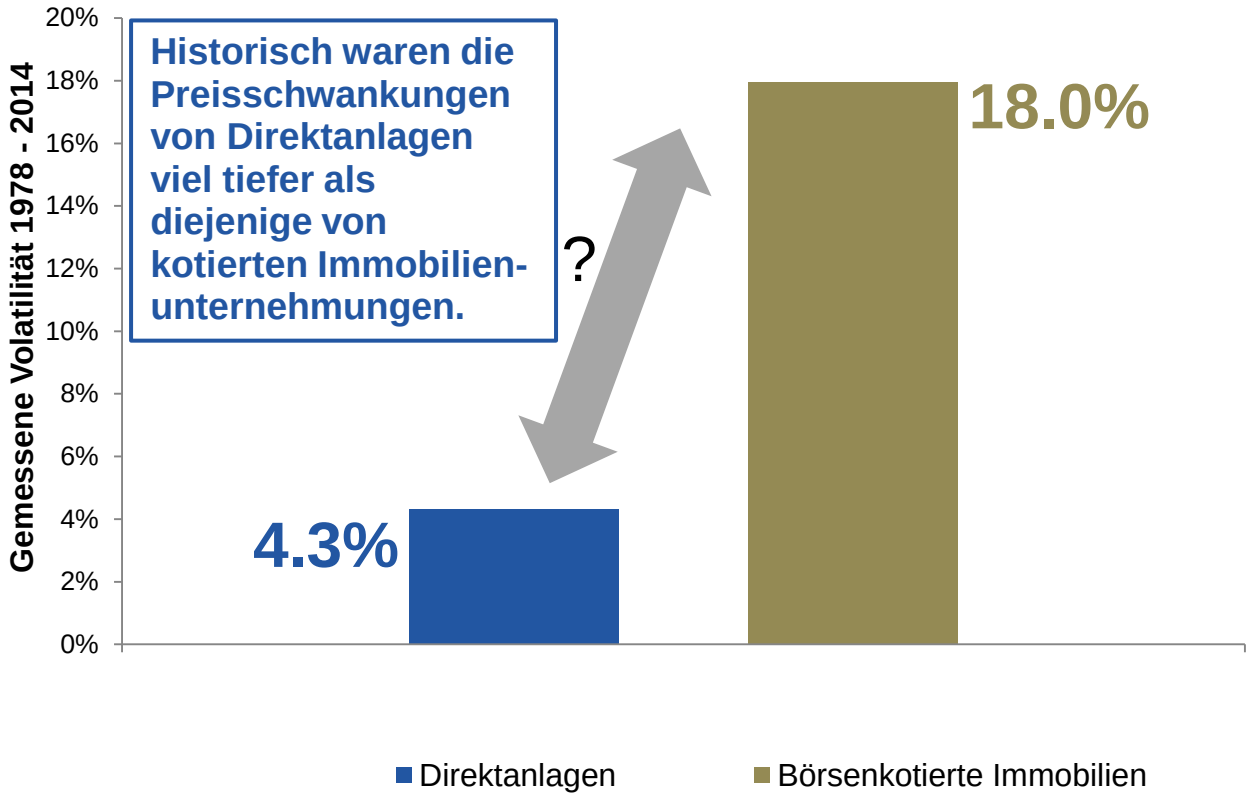
▶ **Prüfen Sie die Zielsetzungen an «risikoarme» Immobilienanlagen und passen diese dem aktuellen Marktumfeld an.**

▶ **Hinterfragen Sie kritisch alle Immobilienangebote mit einer Renditeversprechung von 4% oder mehr!**

Herausforderung 2: Richtige Risikoeinschätzung?

Direktanlagen vs. Kotierte Anlagen

Gemessene historische Volatilität p.a. (1978 - 2014)

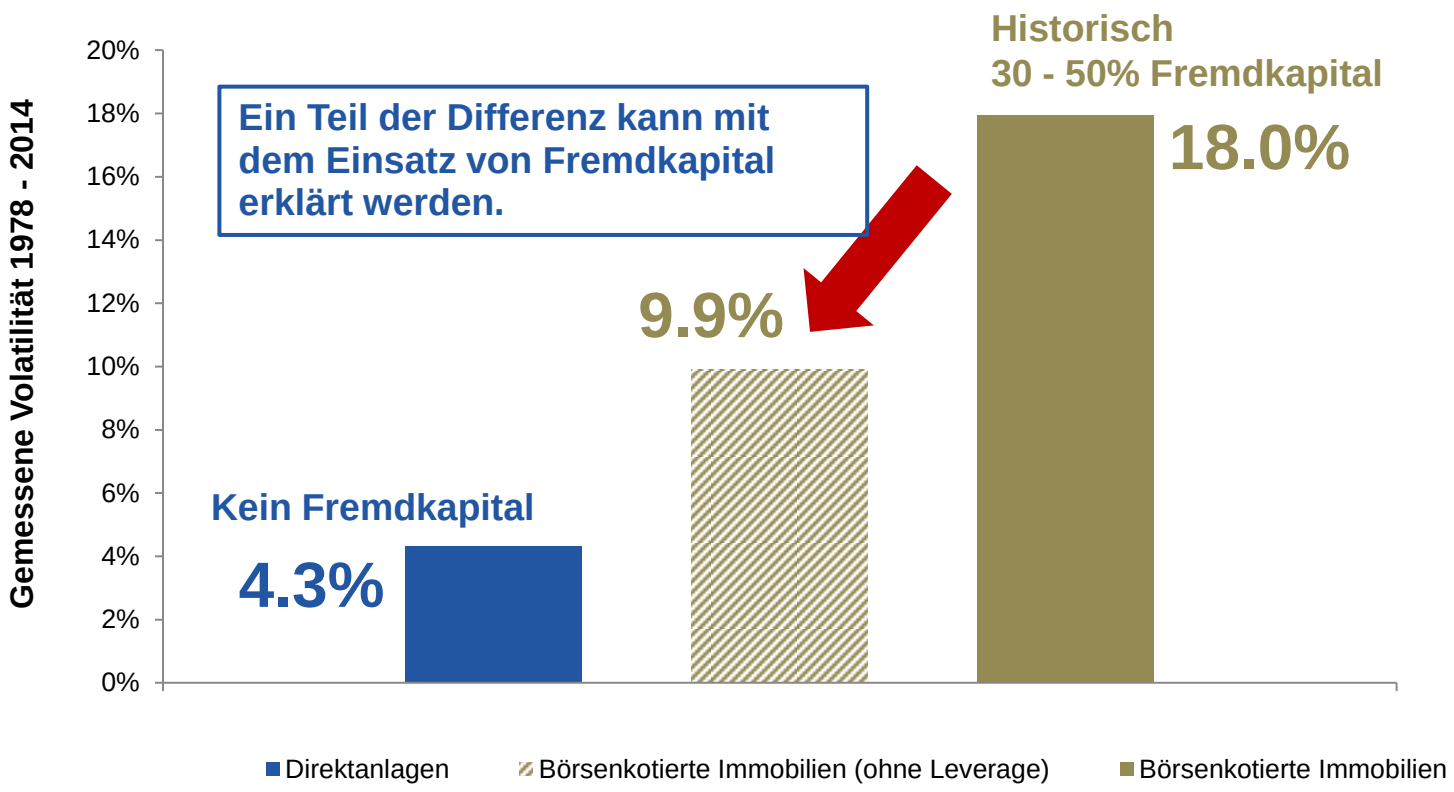


Die Daten hinter dem Vergleich

Direktanlagen NCREIF Property Index	Börsenkotierte Immobilien NAREIT Index
• Quelle: National Council of Real Estate Investment Fiduciaries	• Quelle: FTSE NAREIT US Real Estate Index Series, All Equity
• Bestandesportfolios von 62 Institutionellen Anlegern	• Bestandesportfolios von 160 kotierten Immobilienunternehmen
• Rund 7'300 Liegenschaften	• Rund 32'000 Liegenschaften
• Marktwert ca. USD 525 Mrd.	• Marktwert ca. USD 1'300 Mrd.
• Die Renditen sind ohne Einsatz von Fremdkapital berechnet.	• Die Renditen werden mit Einsatz von Fremdkapital berechnet (per Q3 2016 ca. 32% Fremdfinanzierungsquote)

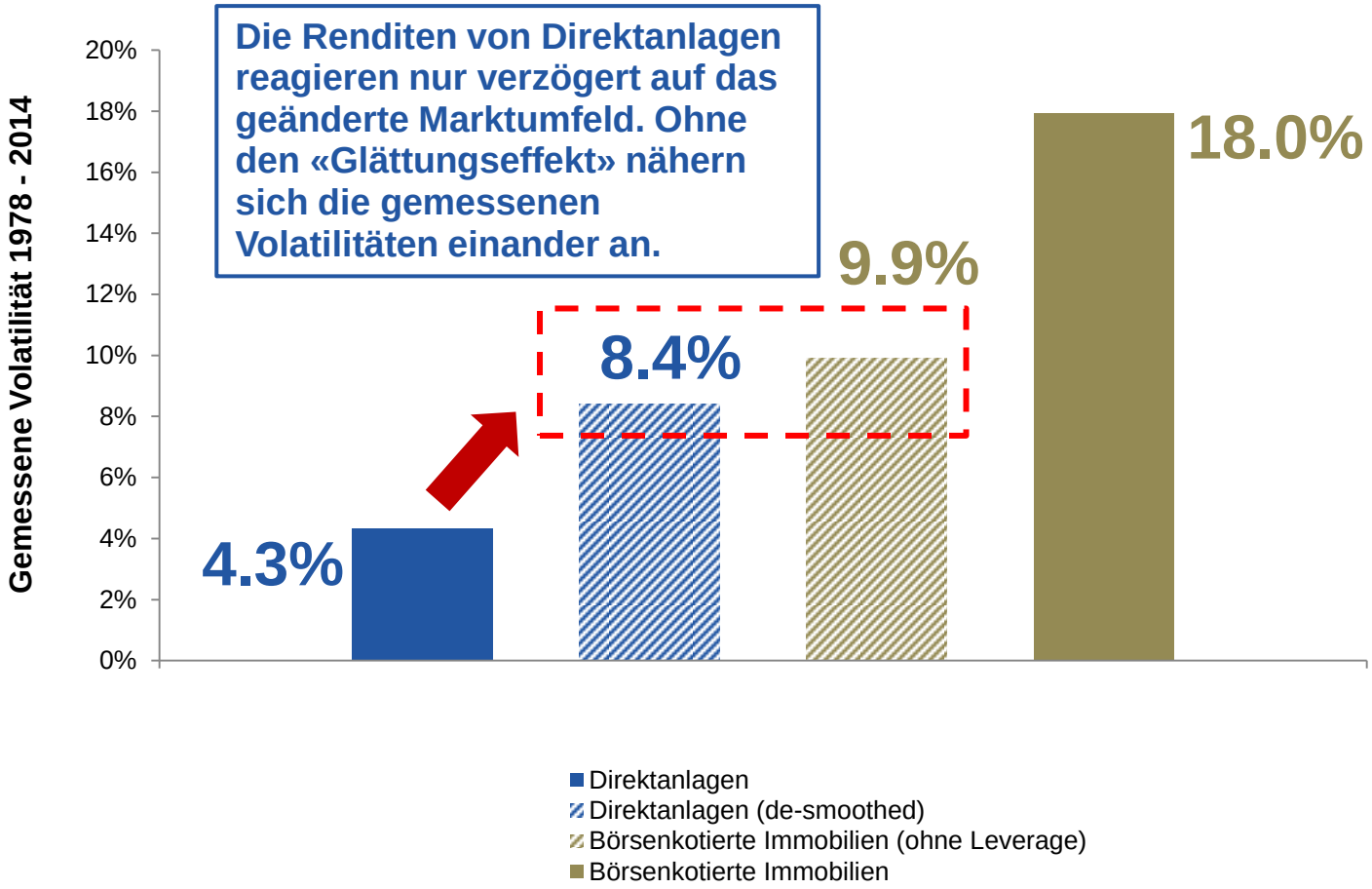
© PPCmetrics AG

Effekt 1: Hebel durch Fremdkapital

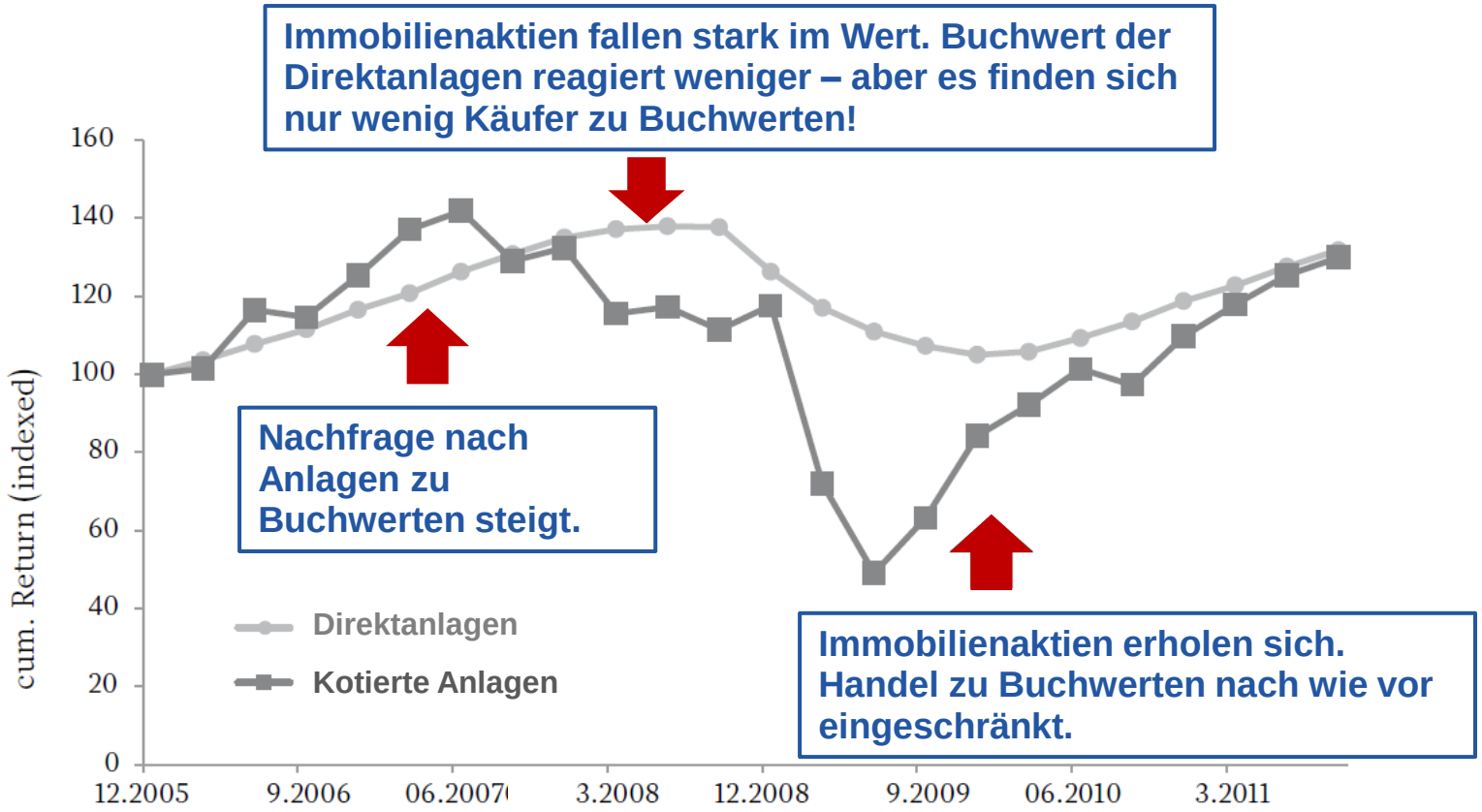


Direktanlagen: NCREIF Index, Kotierte Anlagen: NAREIT All Equity Index; Zeitraum 1978 - 2014 (Kalenderjahre)

Effekt 2: «Glättung» der Renditen (1)

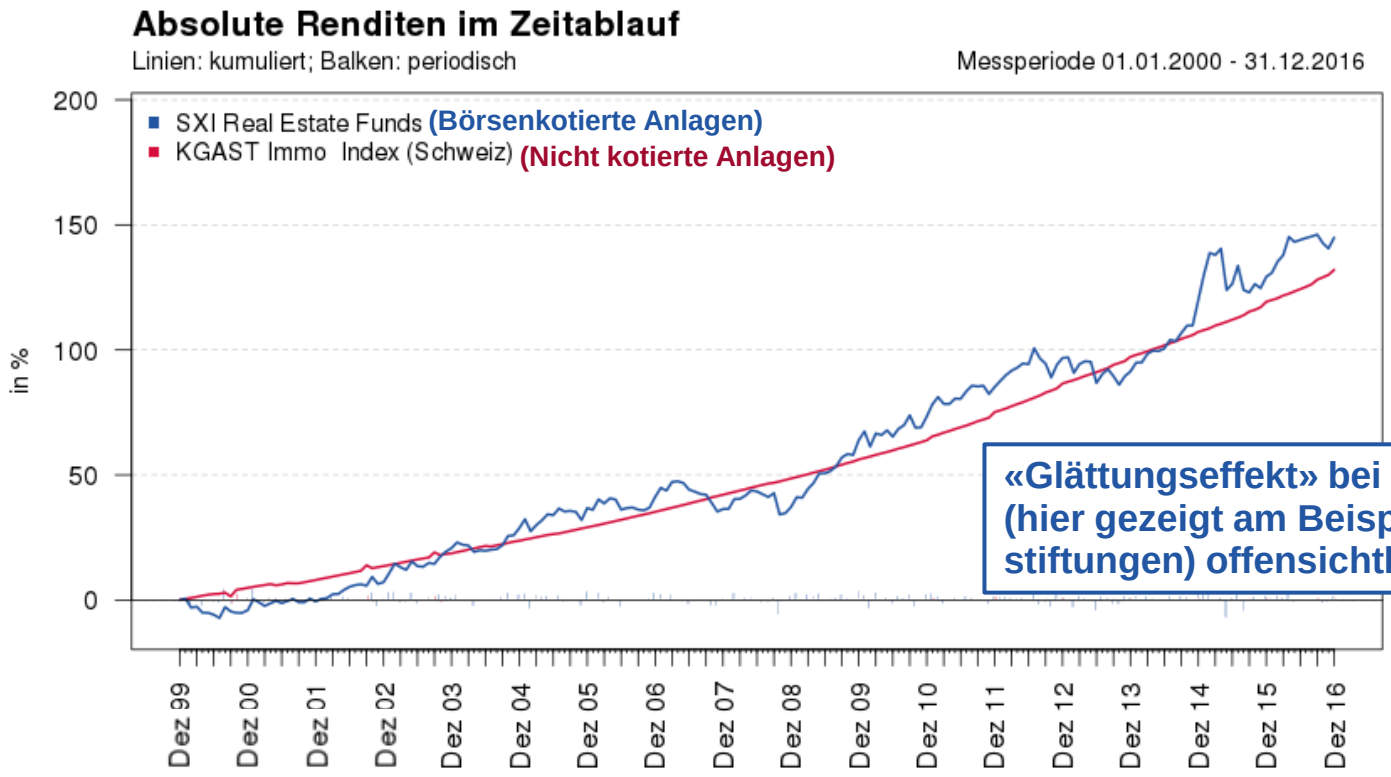


Effekt 2: «Glättung» der Renditen (2)



Kunkel/Skaanes: «Analyse der Volatilitäten und der Zinsrisikoeigenschaften bei Immobilien-Direktanlagen», Swiss Real Estate Journal No. 12

Beobachtungen gelten auch für die Schweiz!



«Glättungseffekt» bei Direktanlagen (hier gezeigt am Beispiel Anlage-stiftungen) offensichtlich!

Quelle: KGAST, SIX

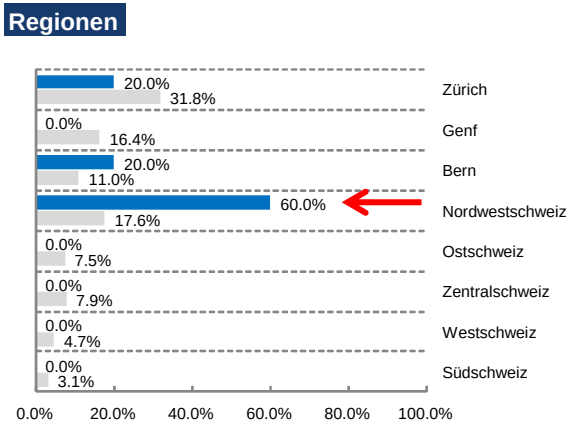
Fazit «Risikoeinschätzung»

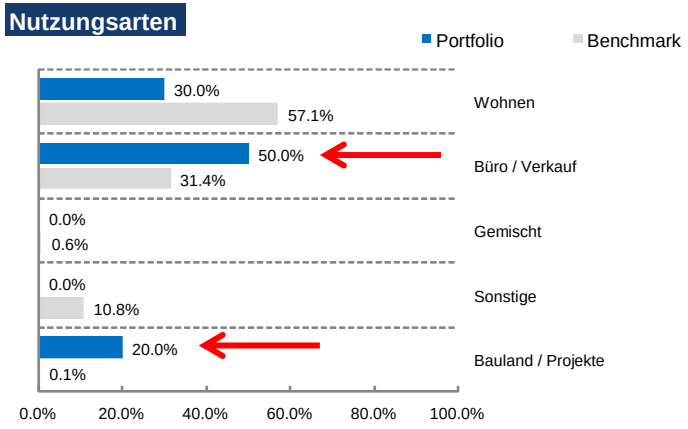
- Historische Renditereihen von **Direktanlagen** neigen aufgrund von Glättungseffekten dazu, die Preisschwankungen (Volatilität) **stark zu unterschätzen**.

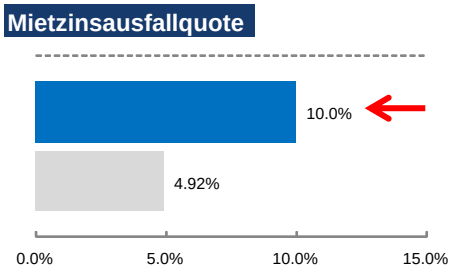
- **Hinterfragen Sie kritisch alle Aussagen bei Immobilienanlagen auf Basis von historischen Zeitreihen!**
- **Ergänzen Sie die Risikobetrachtung immer auch um qualitative Analysen!**

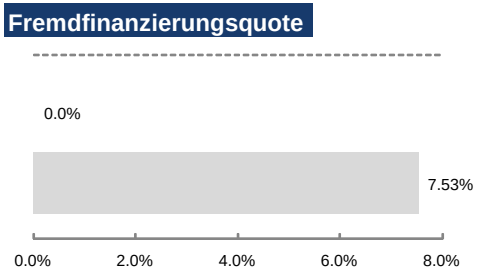
Beispiel qualitative Risikoanalyse

Kennen Sie die Struktur Ihres Portfolios?









Quelle: PPCmetrics Swiss Immo Tool; Benchmark: KGAST Immo Index

Fazit

Fazit

- Immobilien sind nach wie vor ein wichtiger Bestandteil der Vermögensanlagen.
- Der aktuelle «Anlagenotstand», d.h. geringe Verfügbarkeit von Objekten mit Renditen von 4% und mehr, widerspiegelt das generelle Problem von Anlagen in einem Tiefzinsumfeld.

▶ **Prüfen Sie die Zielsetzungen an «risikoarme» Immobilienanlagen und passen diese dem aktuellen Marktumfeld an.**

- Direktanlagen haben nicht ein per se tieferes Risiko als börsenkotierte Anlagen. Die geringen Schwankungen von Direktanlagen sind verbunden mit einer höheren Schwankung in der Handelbarkeit dieser Anlagen.

▶ **Ergänzen Sie die Risikobetrachtung der Liegenschaften mit qualitativen Analysen.**

Vielen Dank für
Ihre Aufmerksamkeit!

Oliver Kunkel
MSc

Funktion	Senior Investment Consultant (2006) Bereichsleiter Asset Manager Selection & Controlling
Ausbildung	Master of Science in Economics (Finanzmarkttheorie, Real Estate Finance), Universität Maastricht / HSG St. Gallen
Beruflicher Werdegang	PPCmetrics AG: Investment Consultant (2002) Universität Maastricht (Finance Department): Lehrbeauftragter und wissenschaftlicher Mitarbeitender Global Property Research, Amsterdam: Forschungsaufenthalt
Lehrtätigkeit	Universität Zürich (Center for Urban & Real Estate Management CUREM) Hochschule Luzern Fachhochschule für Personalvorsorge

Kontakt

Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
Telefax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Telefon +41 22 704 03 11
Telefax +41 22 704 03 10
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmetrics.ch
Social Media

PPCmetrics (www.ppcmetrics.ch) ist ein führender Schweizer Investment Consultant, Investment Controller, strategischer Anlageberater und Pensionskassenexperte. Unsere Kunden sind institutionelle Investoren (beispielsweise vom Typ Pensionskasse, Vorsorgeeinrichtung, Personalvorsorgestiftung, Versorgungswerk, Versicherung, Krankenversicherung, Stiftung, NPO und Treasury-Abteilung) und Privatkunden (beispielsweise Privatanleger, Family Office, Familienstiftung oder UHNWI - Ultra High Net Worth Individuals). Unsere Dienstleistungen umfassen das Investment Consulting und die Anlageberatung sowie die Definition einer Anlagestrategie (Asset Liability Management - ALM), die Portfolioanalyse, die Asset Allocation, die Entwicklung eines Anlagereglements, die juristische Beratung (Legal Consulting), die Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection), die Durchführung öffentlicher Ausschreibungen, das Investment Controlling, die aktuarielle und versicherungstechnische Beratung und die Tätigkeit als Pensionskassenexperte.

Videos

Publika-tionen

Website

Tagungen

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.

PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**