



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



Investment Consulting

Immobilien als Anlageobjekt: Aktuelle Herausforderungen

Tagung «Stiftungen und Immobilien» vom 9. Mai 2017

PPCmetrics AG

Oliver Kunkel, Senior Investment Consultant

Zürich, 9. Mai 2017

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

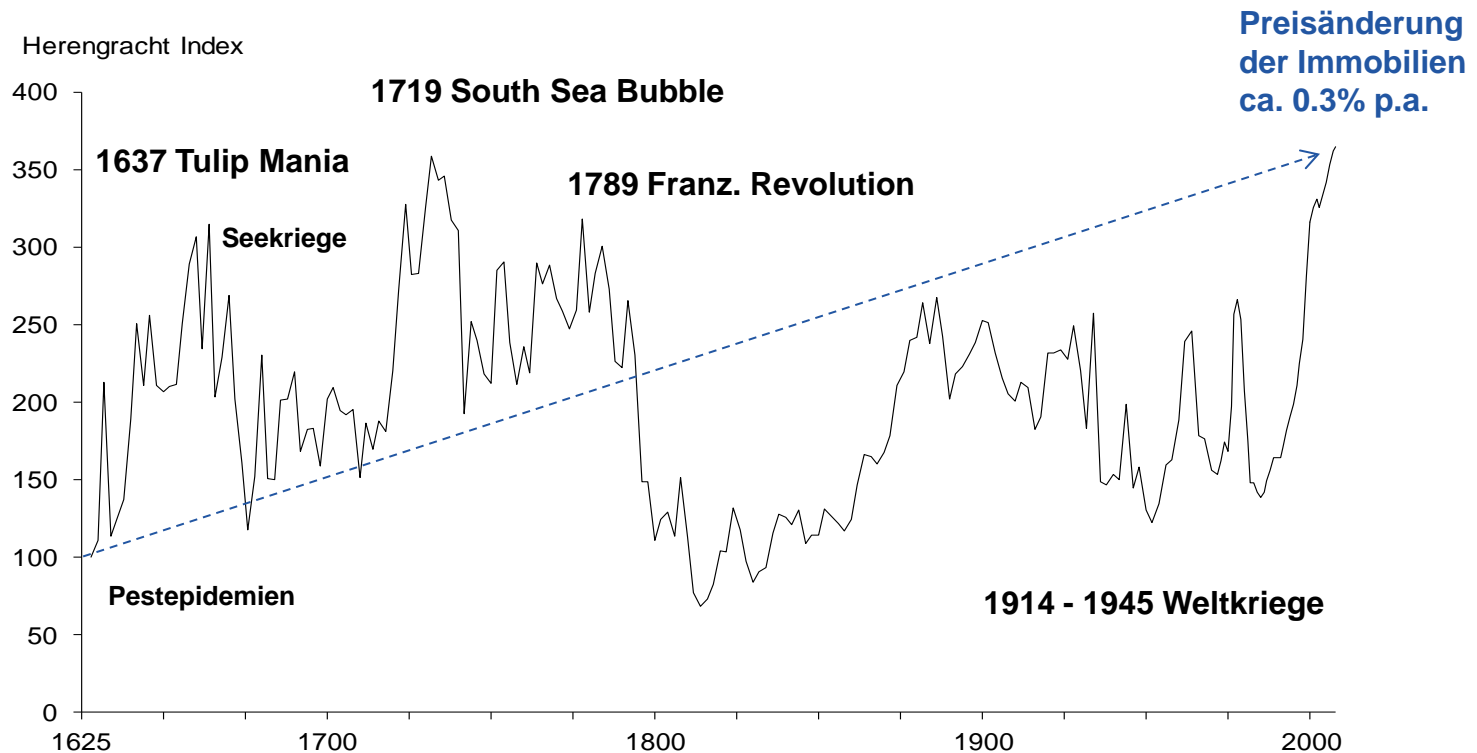
Herengracht in Amsterdam



Quelle: Wikipedia

Anlageresultat nach 380 Anlagejahren

Historische Realpreisänderungen 1628 - 2008

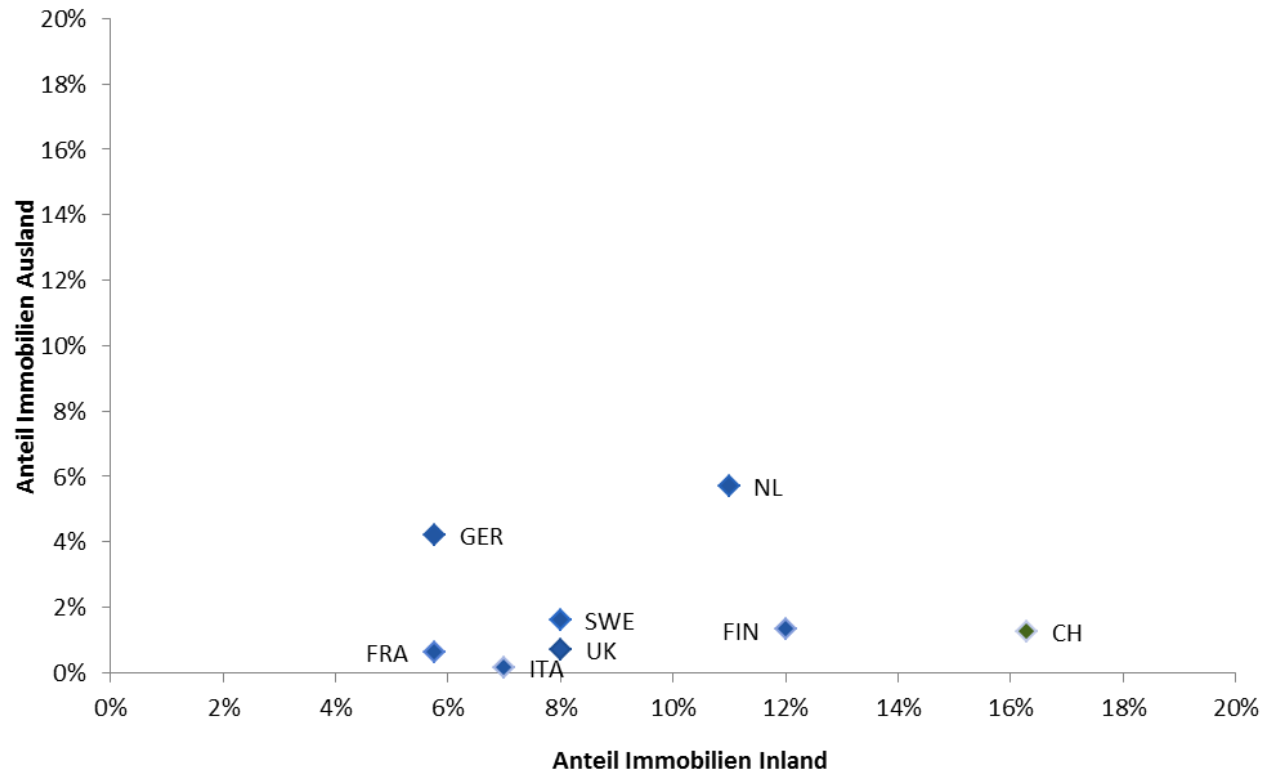


Immobilienmärkte unterliegen lokalen, regionalen und globalen Einflüssen. Langfristig kann argumentiert werden, dass Immobilienpreise nicht stärker wachsen können als die lokale Wirtschaft.

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:

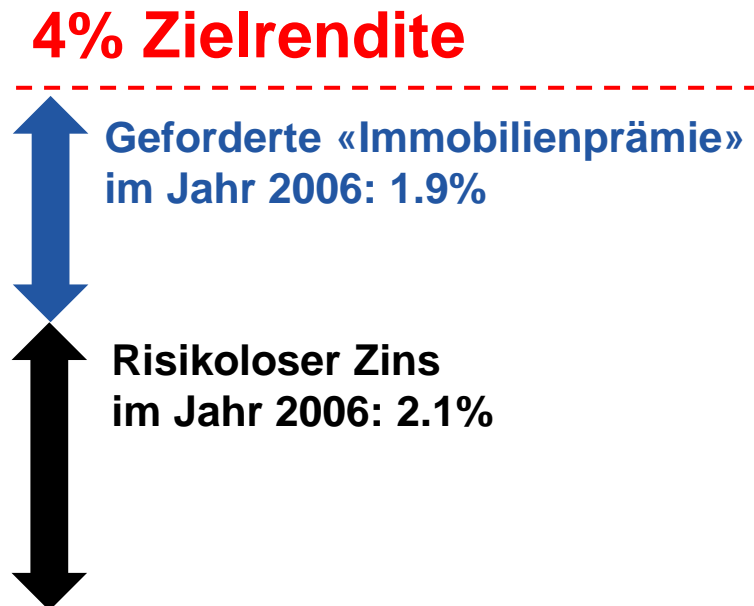
	Kotierte Immobilienaktien	Kotierte Immobilienfonds	Nicht kotierte Immobilienaktien	Nicht kotierte Immobilienfonds	Anlagestiftungen
Beispiele	Swiss Prime Site, PSP, Allreal, ...	UBS Sima, CS Siat, ...	Zug Estates, Athris Holding, ...	AXA Immoovation, Swiss Life REF Swiss Properties	Swisscanto, Avadis, 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.

Immobilienausschuss

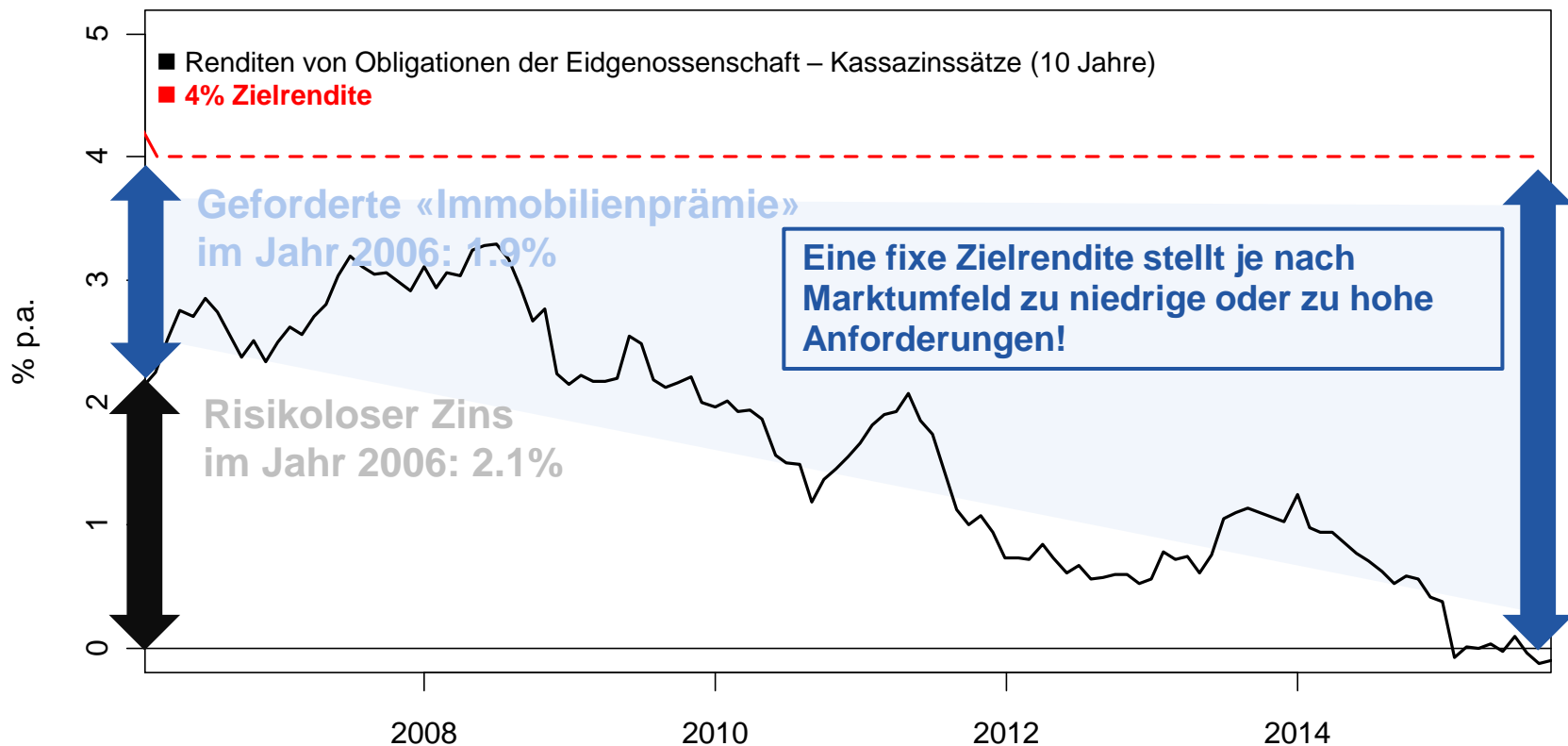
Januar 2006 – Anlagepolitik

- 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

Rendite auf Verfall



Eine Prämie von «4%» im historischen Kontext

Historische Prämien für kotierte Aktienanlagen (1900 - 2014)

Worldwide risk premiums relative to bonds, 1900–2014

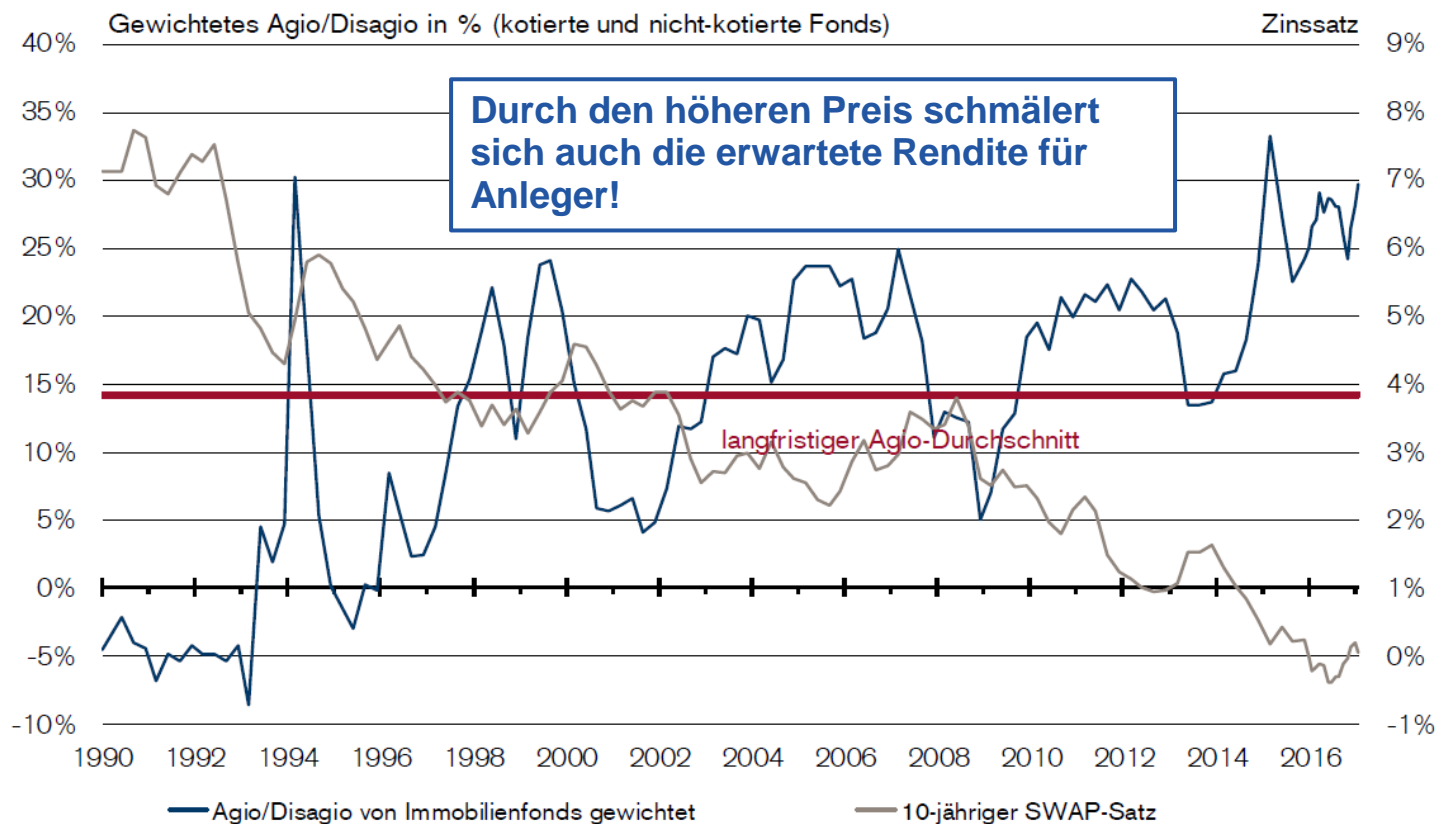
Country	Geometric mean%	Arithmetic mean%	Standard error%	Standard dev.%	Minimum return%	Min year	Maximum return%	Max year
Australia	5.6	7.5	1.9	20	-53.4	2008	66.3	1980
Austria	2.5	21.5	14.4	153.5	-81.1	1924	1571.8	1945
Belgium	2.3	4.4	2	21.1	-53.8	2008	80.1	1940
Canada	3.5	5.1	1.7	18.2	-40.7	2008	48.6	1950
Denmark	2	3.6	1.7	17.9	-54.3	2008	74.9	1972
Finland	5.1	8.7	2.8	30.1	-55.4	2008	173.1	1999
France	3	5.3	2.1	22.8	-49.2	2008	84.3	1946
Germany*	5	8.4	2.7	28.6	-51.5	2008	116.6	1949
Ireland	2.6	4.5	1.8	19.6	-66.9	2008	83.2	1972
Italy	3.1	6.5	2.7	29.5	-48.1	2008	152.2	1946
Japan	5.1	9.1	3	32.6	-45.2	2008	193	1948
The Netherlands	3.2	5.6	2.1	22.3	-56.4	2008	107.6	1940
New Zealand	3.9	5.5	1.7	17.9	-59.7	1987	72.7	1983
Norway	2.3	5.3	2.6	27.7	-57.8	2008	192.1	1979
Portugal	2.6	7.4	3.1	33.3	-71.9	1978	142.9	1980
South Africa	5.4	7.1	1.8	19.6	-36.1	2008	70.9	1979
Spain	1.9	3.9	1.9	20.7	-43.7	2008	69.1	1986
Sweden	3	5.3	2	21.5	-49.5	2008	84.3	1999
Switzerland	2.1	3.6	1.6	17.5	-41.3	2008	51.9	1985
United Kingdom	3.7	5	1.6	17.3	-38.4	2008	80.8	1975
United States	4.4	6.5						
Europe	3.1	4.4						
World ex-USA	2.8	3.9						
World	3.2	4.5						

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

* For Austria and Germany, statistics are based on 113 years, excluding 1921–22 for Austria and 1922–23 for Germany. Source: Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, *Triumph of the Optimists*, Princeton University Press, 2002, and subsequent research.

Marktbeobachtung bei Immobilienfonds

Immobilienfonds werden mit 30% Aufschlag zum Buchwert gehandelt.



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
Telco 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		

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

Quelle: Angaben der Anbieter

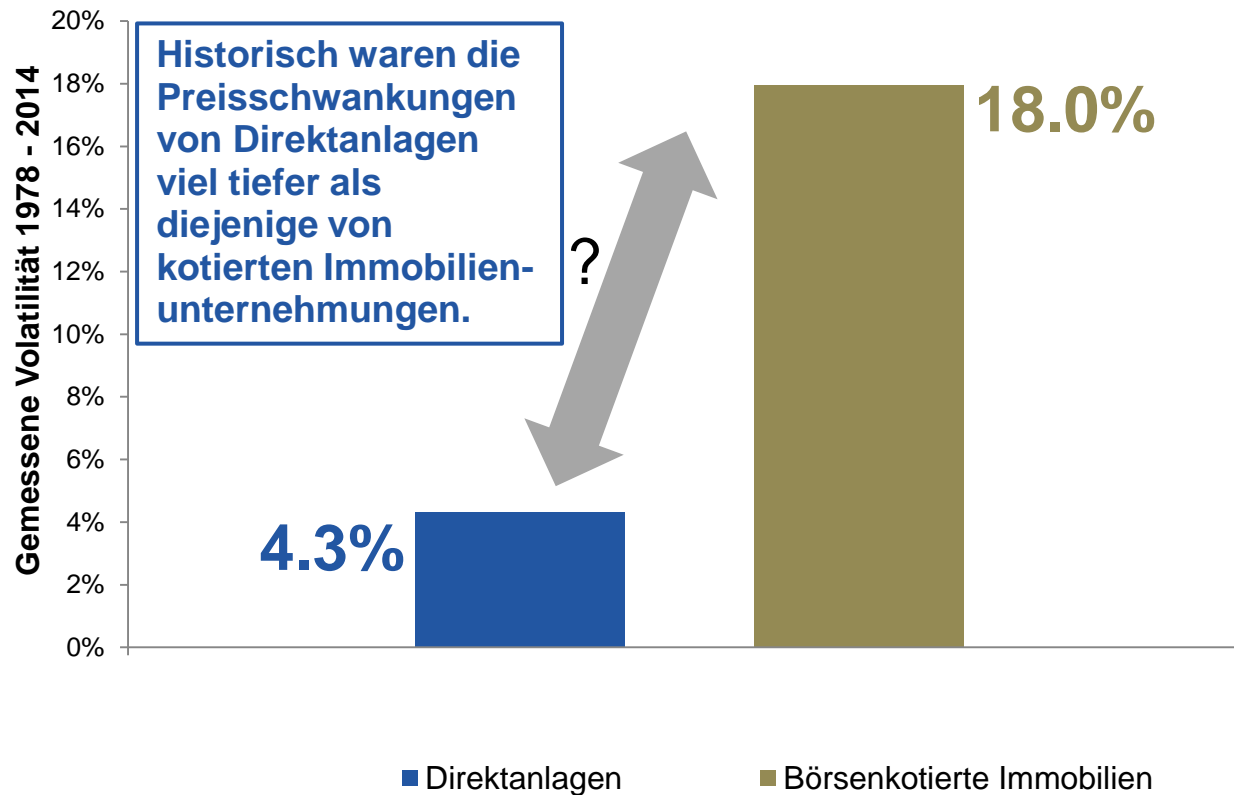
Fazit «Anlagenotstand»

- 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

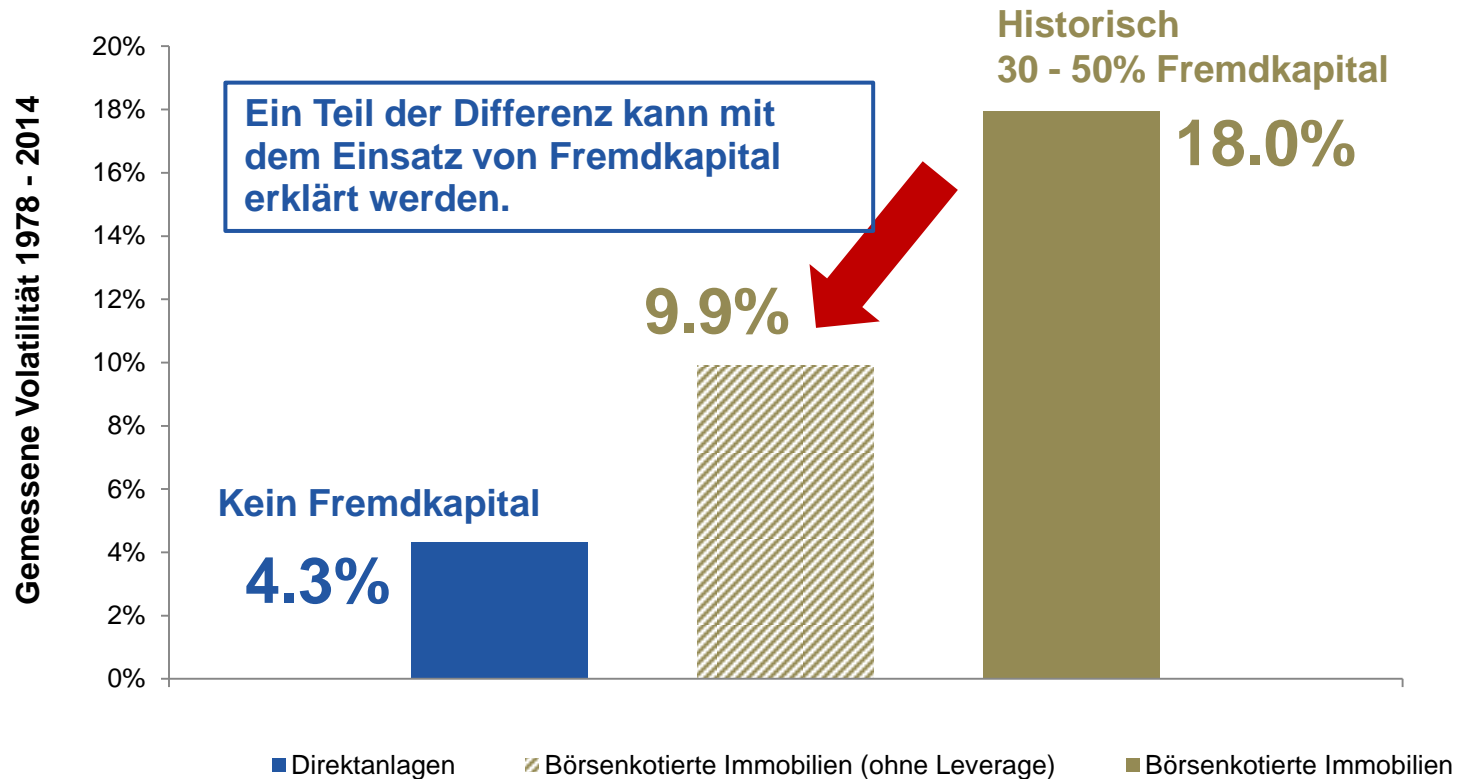
Direktanlagen NCREIF Property Index

- Quelle: National Council of Real Estate Investment Fiduciaries
- Bestandesportfolios von 62 Institutionellen Anlegern
- Rund 7'300 Liegenschaften
- Marktwert ca. USD 525 Mrd.
- Die Renditen sind ohne Einsatz von Fremdkapital berechnet.

Börsenkotierte Immobilien NAREIT Index

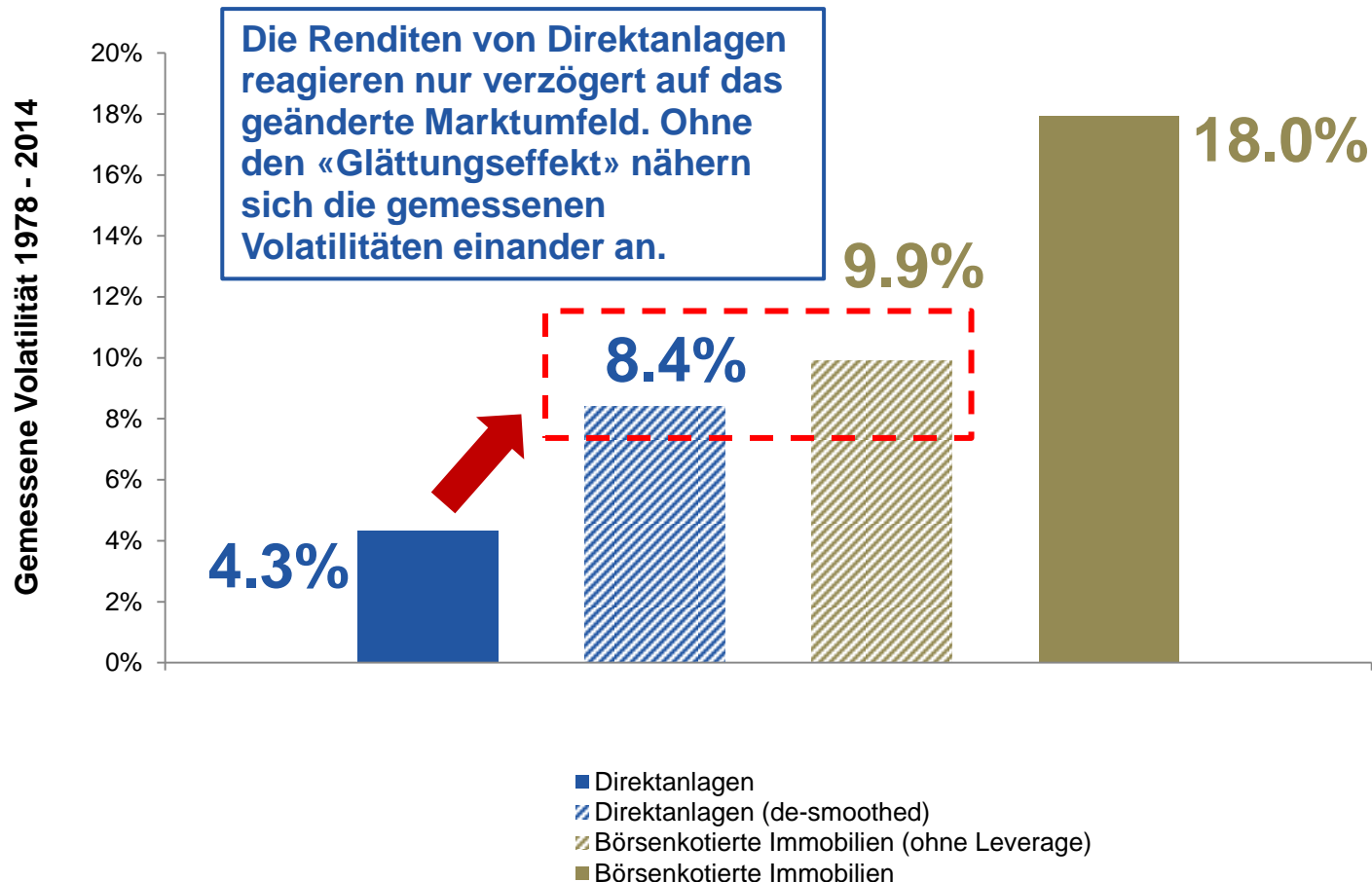
- Quelle: FTSE NAREIT US Real Estate Index Series, All Equity
- Bestandesportfolios von 160 kotierten Immobilienunternehmen
- Rund 32'000 Liegenschaften
- Marktwert ca. USD 1'300 Mrd.
- Die Renditen werden mit Einsatz von Fremdkapital berechnet (per Q3 2016 ca. 32% Fremdfinanzierungsquote)

Effekt 1: Hebel durch Fremdkapital

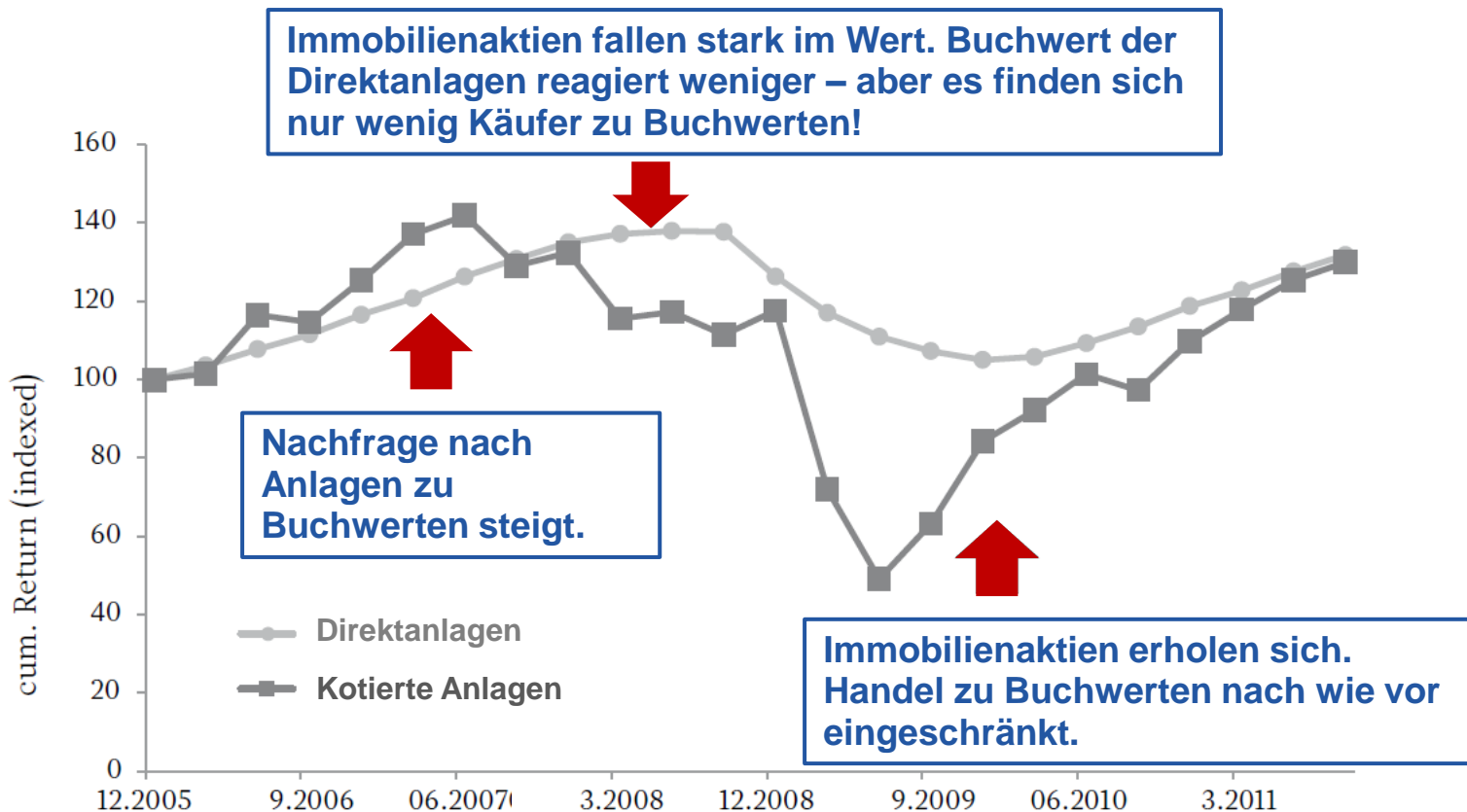


Direktanlagen: NCREIF Index, Kotierte Anlagen: NAREIT All Equity Index; Zeitraum 1978 - 2014 (Kalenderjahre)

Effekt 2: «Glättung» der Renditen (1)

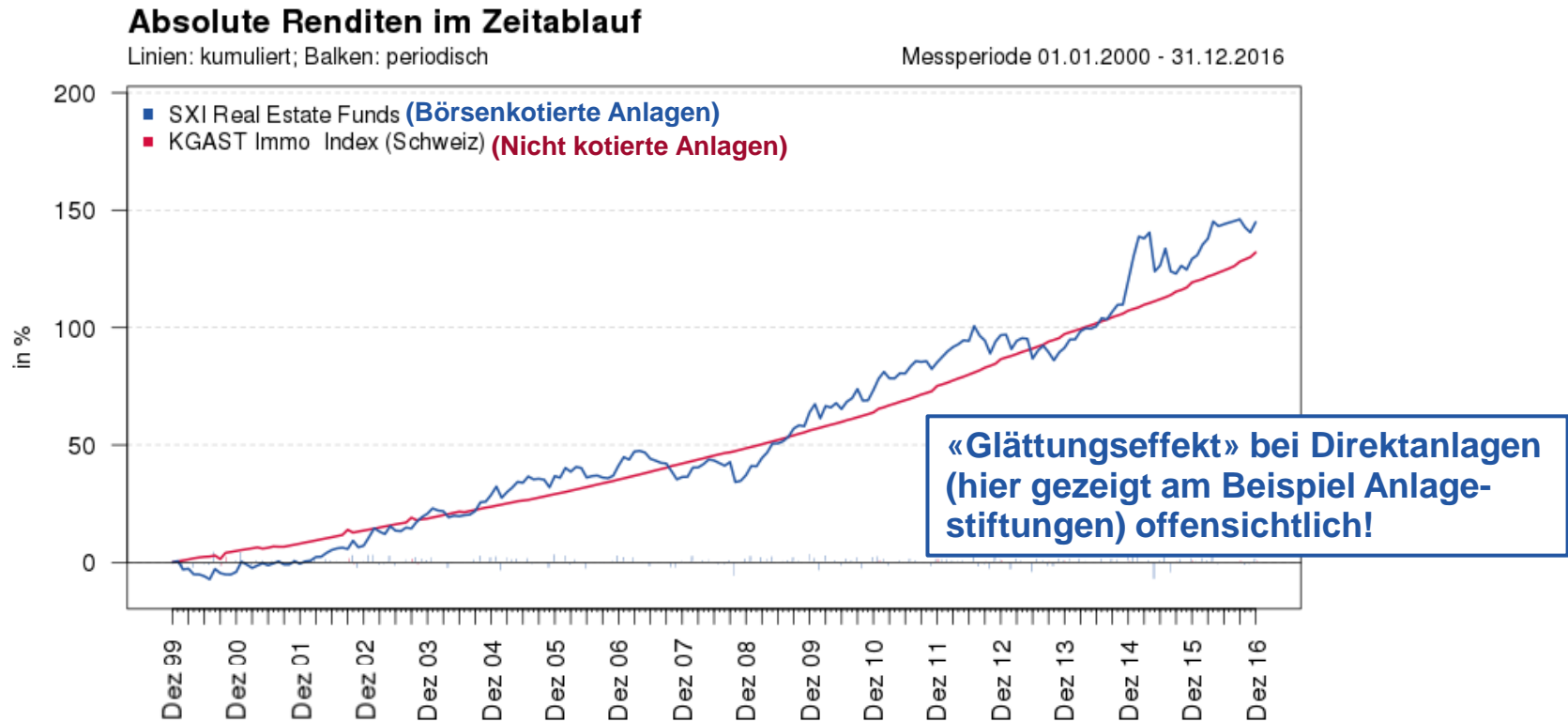


Effekt 2: «Glättung» der Renditen (2)



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

Beobachtungen gelten auch für die Schweiz!



Quelle: KGAST, SIX

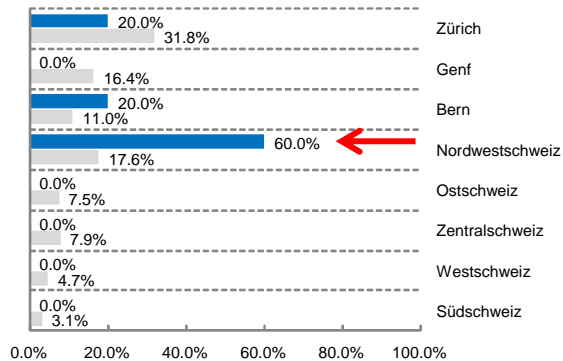
Fazit «Risikoeinschätzung»

- 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!**

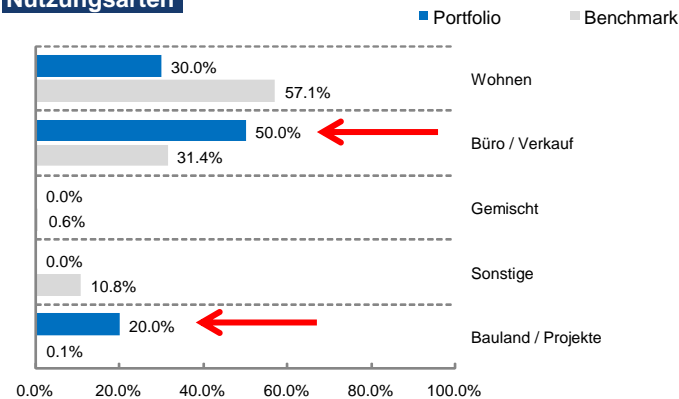
Beispiel qualitative Risikoanalyse

Kennen Sie die Struktur Ihres Portfolios?

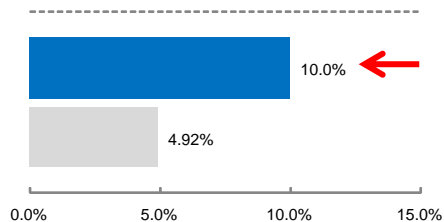
Regionen



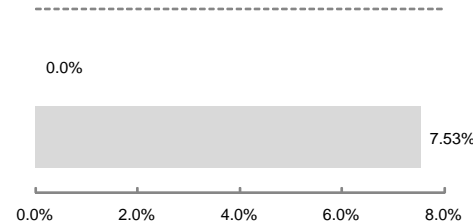
Nutzungsarten



Mietzinsausfallquote



Fremdfinanzierungsquote



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.ppcmmetrics.ch

Social Media 

PPCmetrics (www.ppcmmetrics.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.



mit Vergleichsmetriken
 ... die die Auswirkungen von Effektivität und Qualität von ...
 ... die die Auswirkungen von Effektivität und Qualität von ...
 ... die die Auswirkungen von Effektivität und Qualität von ...

Videos



Publikationen



Stiftungszweck und Anlagepolitik
 Vermögensanlagen als Instrumente des Stiftungsrechts

Website

...ingt mehr Transparenz der Tragfähigkeit
 ... die die Auswirkungen von Effektivität und Qualität von ...
 ... die die Auswirkungen von Effektivität und Qualität von ...
 ... die die Auswirkungen von Effektivität und Qualität von ...

Indikator	2023	2022
Umsatz	10,8%	10,1%
Ergebnis	10,2%	10,1%
Umsatz	10,8%	10,1%
Ergebnis	10,2%	10,1%



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**