

Auswirkungen sinkender Immobilienpreise auf eine Pensionskasse

Weichen stellen vor dem möglichen Sturm

Immobilien haben während der letzten Finanzkrise einen wichtigen Beitrag zur finanziellen Stabilität von Pensionskassen geleistet. Sinkende Immobilienpreise könnten die Risikofähigkeit von Pensionskassen empfindlich treffen. Welche Aspekte gilt es vorausschauend zu beachten?

Verluste können jederzeit und ohne offensichtliche Vorwarnung an den Immobilienmärkten auftreten. Dies gilt selbstverständlich auch für den Schweizer Markt, wie es die Immobilienkrise anfangs der 90er-Jahre deutlich gezeigt hat.

Zwischen damals und heute bestehen offensichtliche Parallelen: Nach dem Aktiencrash von 1987 hat die Schweizer Nationalbank ebenfalls eine expansive Geldpolitik betrieben, es traten neue Eigenkapitalvorschriften in Kraft und die Immobilienpreise sind über mehrere Jahre angestiegen. Aufgrund der hohen Geldmenge stieg die Inflationsrate, die Nationalbank erhöhte die Leitzinsen und die Immobilienmärkte reagierten mit starken Preisverlusten (siehe Artikel Hohler Seite XY).

Die Anlagemärkte sind zu komplex, als dass sich die Ereignisse von damals direkt auf heute übertragen liessen. Doch was wären die Folgen sinkender Immobilienpreise oder eines erneuten Immobilienpreis-Schocks?

Ein einfacher Stresstest für Immobilien

In einem Stresstest kann die Auswirkung verschiedener Extremfälle («Tail-Event») auf das Anlagevermögen simuliert werden – ein einfacher Test ist in der Tabelle auf Seite XY aufgeführt. Der Test soll signalisieren, wie sich der Deckungsgrad einer Pensionskasse in einer historischen oder simulierten Krisensituation entwickelt.

Für ein breit diversifiziertes Immobilienportfolio in der Schweiz kann ein Extre-

mereignis mit einer Rendite von Minus 25 Prozent angenommen werden. Dies entspricht dem historischen Verlust der Schweizer Immobilienfonds im Jahr 1994 wie auch den Szenarien im Artikel Schneider/Zaborowski auf Seite XY.

Bei einem Immobilienanteil von 10 Prozent würde das Gesamtvermögen entsprechend um 2.5 Prozent sinken. Bei einem anfänglichen Deckungsgrad von 105 Prozent ergibt dies einen Deckungsgrad von 102.4 Prozent (siehe Tabelle). Bei einem Immobilienanteil von 20 Prozent würde das Vermögen bereits um 5 Prozent sinken beziehungsweise eine Unterdeckung resultieren. Bei einem Immobilienanteil von 30 Prozent wäre der Verlust auf dem Gesamtvermögen 7.5 Prozent und der Deckungsgrad würde auf 97.1 Prozent fallen.

Auf die gleiche Weise kann die Auswirkung von negativen Marktentwicklungen in verschiedenen Anlagekategorien berechnet werden. Verschiedene Solvenztests gehen in diese Richtung. Dabei gilt es allerdings zu beachten, dass der unter-

suchte Zeithorizont meist kurzfristig ist (wenige Monate bis 1 Jahr). Für die Pensionskasse genauso relevant ist aber die Entwicklung über mehrere Perioden. Wichtig ist, dass Pensionskassen das Verlustpotential bei einem Rückgang der

In Kürze

- > Mittels Stresstests lässt sich das Verlustpotential erkennen
- > Immobilienquote und -bandbreite sollte mögliche Krisen berücksichtigen
- > Die aktuellen Diskontierungssätze beinhalten oft eine Bewertungsreserve

Immobilienpreise kennen. Hierbei sollten Extremszenarien unterstellt werden, auch wenn diese als unwahrscheinlich erachtet werden («Schwarzer Schwan»).

Wahl der Immobilienquote und zweckmässige Bandbreiten

Immobilien sind illiquide Anlagen. Ihre Zielgewichtung im Portfolio kann – im Fall von Direktanlagen – nur über eine längere Zeitdauer erreicht werden. Im Gegensatz zu liquiden Anlagen wie Aktien kann die

Autoren

Andreas Reichlin

Dr. oec., Partner
PPCmetrics AG
Financial
Consulting,
Controlling &
Research, Zürich



Oliver Kunkel

MSc.
Senior Consultant
PPCmetrics AG
Financial
Consulting,
Controlling &
Research, Zürich



Quote an direkten Immobilienanlagen auch nicht taktisch gesteuert werden.

Bei Direktanlagen handelt es sich somit eigentlich um «Buy & Hold»-Anlagen, die im Idealfall im Zeitablauf eine stabile Rendite erwirtschaften. Bewertungskorrekturen, die über die Jahre auftreten werden und im Falle einer Immobilienkrise den Wert wie auch die Allokation in Immobilien reduzieren, sollten in einem gut diversifizierten Portfolio ausgesessen werden können.

Erfahrungsgemäss ist dieses Aussitzen einer Krise umso einfacher, je moderater der investierte Betrag ist. Dies spricht für eine bedachte Wahl der strategischen Immobilienquote. Weiter sollten die Bandbreiten für direkte Immobilienanlagen der Illiquidität Rechnung tragen und entsprechen breit gewählt werden. Ist dies nicht der Fall, liegen regelmässig Verletzungen der Anlagerichtlinien vor und/oder es werden gar unerwünschte Transaktionen ausgelöst.

Liquiditätsbedarf im Auge behalten

Bei Pensionskassen mit einem abnehmenden Vorsorgekapital spielt die Handelbarkeit der Anlagen eine grössere Rolle und ist ein wichtiges strategisches Ziel, da laufend Anlagen liquidiert werden müssen, um Zahlungen zu leisten. Erfolgt kein Abbau der Immobilienanlagen, dann steigt ihr relativer Anteil am Gesamtvermögen stetig an, ohne dass dies explizit gewollt ist.

Müssen Anlagen verkauft werden, sollte dies die Qualität und die Diversifikation des weiter bestehenden Immobilienportfolios nicht verschlechtern. Insbesondere sollte vermieden werden, dass nur gute, marktgängige Immobilien verkauft werden und über die Jahre das verbleibende Portfolio immer mehr nicht marktgängige Immobilien an B-Lagen enthält.

Es empfiehlt sich daher, im Falle eines zukünftigen Liquiditätsbedarfs rechtzeitig

geeignete Massnahmen zu treffen. Zielsetzungen sind dabei einerseits die Handelbarkeit der Immobilien zu erhöhen und andererseits auch bei abnehmendem Investitionsvolumen eine ausreichende Diversifikation des Immobilienportfolios sicherzustellen.

Ein geeignetes und in der Praxis erprobtes Mittel ist der Übergang von einer Investition in Direktanlagen zu einer Investition in eine Anlagestiftung. Der Übergang erfolgt in der Regel sehr kosten- und steuereffizient mittels einer Sacheinlage (Asset Swap). Die mit Abstand grösste Handelbarkeit ist bei börsenkotierten Immobilienfonds und -aktien gegeben.

Bewertungsreserven bei nicht kotierten Anlagen

Das Zinsniveau spielt bei der Bewertung der Immobilienanlagen eine wichtige Rolle. In der «Schweizer Personalvorsorge» wurde in der Ausgabe 7/13¹ auf mögliche Bewertungsreserven bei nicht kotierten Immobilienanlagen hingewiesen. Hintergrund ist die Beobachtung, dass die Diskontsätze für die Bewertung nur wenig dem sinkenden Zinsniveau in der Schweiz gefolgt sind. Die durchschnittlichen Diskontsätze (Median) sind während des Zeitraums von 2000 bis 2012 um ca. 0.8 Prozentpunkte gesunken (von 5.4 auf 4.6 Prozent). Der Nominalzins für Bundesobligationen mit einer Laufzeit von 10 Jahren ist in der gleichen Periode um 3 Prozentpunkte (von 3.6 auf 0.6 Prozent) gesunken, also wesentlich stärker als die Diskontsätze.

Werden allfällige Bewertungsreserven im Umfeld sinkender Immobilienpreise aufgelöst, schlagen sich Preiseinbrüche nicht 1:1 bei diesen Anlagen nieder. Ein Zinsanstieg führt somit nicht automatisch zu einer tieferen Bewertung. Die Beobach-

tung bei direkten Immobilienanlagen über die letzten Jahre spricht eher für Bewertungsreserven. Inwiefern weitere Reserven bestehen, ist für die Portfolios im Einzelfall zu ermitteln.

Die Bewertung der Liegenschaften gehört bei Asset Swaps zu den zentralen Verhandlungspunkten. Die Bewertungspraxis des Anlagevehikels, in das die Immobilien eingebracht werden, sollte genau analysiert werden. Sie ist sowohl im Übernahmzeitpunkt relevant als auch für die zukünftige Entwicklung (Gleichbehandlung der Anleger, Verwässerung des Preises).

In den Immobilienpreisen enthaltene Bewertungsreserven sind – anders als Wertschwankungsreserven – nicht in der Vermögensaufstellung der Pensionskasse enthalten. Das bedeutet, dass das effektiv eingegangene Immobilienrisiko grösser ist als in der Immobilienquote angezeigt. Eine Bewertungsreserve bei den Immobilien wird auch nicht bei der Berechnung der finanziellen Lage berücksichtigt. Die effektiven finanziellen Reserven sind möglicherweise grösser als angenommen.

Diese Punkte spielen insbesondere eine Rolle bei ausserordentlichen Ereignissen (Einkauf in eine Sammeleinrichtung, Teilliquidation), aber selbstverständlich auch wenn es um die Festlegung der Verzinsung, den Beschluss von Sanierungsmassnahmen oder schlicht um den Entscheid für einen Auf- oder Abbau der Immobilienquote geht.

Was ist zu tun?

Verluste können auch an den Immobilienmärkten jederzeit und ohne offensichtliche Vorwarnung auftreten. Je höher der Anteil der Immobilien am Gesamtvermögen, desto wichtiger ist es, die Auswirkungen eines Preisrückgangs zu analysieren.

Im Fall von Direktanlagen ist insbesondere zu beurteilen, wie sich ein Zinsanstieg auf die Bewertung des Immobilienportfolios auswirkt. Kassen, die mit einem abnehmenden Vermögen rechnen oder demnächst eine Transaktion erwarten (Immobilienhandel, Teilliquidation, Einkauf in Sammelstiftung), sollten auf eine markt-nahe Bewertung sowie eine ausreichende Handelbarkeit ihrer Immobilienanlagen achten. ■

¹ Grafik des Monats, Seite 17.

Darstellung «Stress-Test»			
Szenario	A	B	C
Immobilienanteil	10.0%	20.0%	30.0%
Rendite Immobilien	-25	-25	-25
Auswirkung auf Anlagevermögen			
Total	-2.50%	-5.00%	-7.50%
Auswirkung auf Deckungsgrad			
Deckungsgrad	102.4%	99.8%	97.1%
	✓	✓	✗