

# Die Schöne oder das Biest?

**Investmentmärkte** – Neben Immobilien haben institutionelle Anleger während der Tiefzinsjahre die Hypothekarvergabe als Anlageziel entdeckt. Für viele Investoren ist diese Asset-Klasse indes noch Neuland, wie eine Studie der Hochschule Luzern zeigt.

Von Birgitt Wüst – Fotos: happyalex/depositphotos.com; Tabea Vogel; zVg



Vorsorgewerke setzen bei der Hypothekarvergabe vor allem auf den Eigenheimsektor.

Anlagen in Immobilien und Hypotheken haben im Tiefzinsumfeld der letzten Jahre bei Schweizer institutionellen Anlegern stark an Attraktivität gewonnen. Die Entwicklung ist fulminant: Zwischen den Jahren 2004 und 2020 erhöhte sich der Wert der Immobilienanlagen der Schweizer Vorsorgeeinrichtungen gemäss einer Studie von Wüst Partner um 210 Prozent.

Die eine Hälfte dieses Wachstums sei Aufwertungseffekten geschuldet, die andere auf die Vergrösserung der Immobilienportfolios durch Zukäufe und Projektentwicklungen zurückzuführen. Allein Pensionskassen waren gemäss Wüst Partner Ende 2020 mit 216 Mil-

liarden Franken in Immobilien im In- und Ausland investiert.

Einhergehend mit dem Anstieg der Immobilienquoten war in den letzten Jahren ein Rückgang des Anteils an Anleiheninvestments zu beobachten: Bei Pensionskassen etwa liegt er aktuell bei 29 Prozent – im Jahr 2004 waren es 36 Prozent.

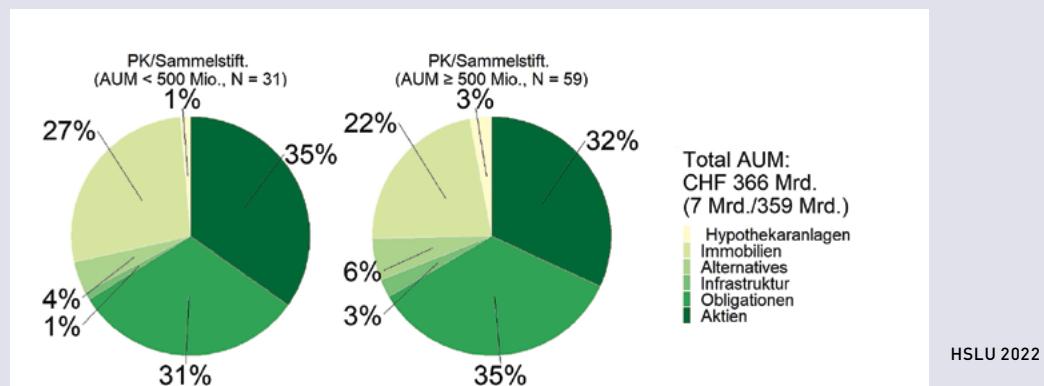
Ein Rückgang, der mit Blick auf das Tiefzinsumfeld der letzten Jahre nicht überrascht, denn mit Investments in Anleihen konnten die Vorsorgewerke ihre Rentenversprechen kaum noch finanzieren. Das Engagement der institutionellen Investoren im Bereich Liegenschaften beschränkt sich jedoch nicht

nur auf direkte oder indirekte Investments in Immobilien, sondern umfasst auch die Immobilienfinanzierung. Auch der Marktanteil von Pensionskassen in der Hypothekarvergabe ist in den letzten Jahren stark gestiegen.

## Grössenabhängige Allokation

Auch wenn sich das Volumen ihrer Immobilien-Kreditgefässe in den vergangenen vier Jahren auf 7,7 Milliarden Franken mehr als verdoppelt hat, nehmen sich die Hypothekeninvestments in der beruflichen Vorsorge bisher vergleichsweise gering aus, wie eine Studie der Hochschule Luzern zeigt (s. Kasten-)

## ALLOKATION PENSIONSKASSEN



Stephan Kloess



John Davidson



Daniel Steffen

Die Studie «Die Schöne oder das Biest – Anforderungen an Immobilien- und Hypothekaranlagen aus institutioneller Sicht» wurde von einem Forschungsteam des Instituts für Finanzdienstleistungen IFZ der Hochschule Luzern im Auftrag von UBS durchgeführt. Die von John Davidson, Stephan Kloess und Daniel Steffen geleitete Studie basiert auf einer breit angelegten Umfrage bei institutionellen Anlegern (160 Teilnehmerantworten) in der Schweiz im Mai 2022. Für ein Update der Studie wird die Umfrage in diesem Jahr wiederholt werden; die Ergebnisse werden im Herbst veröffentlicht.

text «Die Schöne oder das Biest»): An dem über 1.000 Milliarden Franken grossen Hypothekarmarkt in der Schweiz ist dies nur ein Bruchteil. «Bei Pensionskassen und Sammelstiftungen beträgt die Allokation in Hypothekanlagen aktuell zwischen 1 und 3 Prozent», sagt John Davidson, Dozent an der Hochschule Luzern und Co-Leiter der Studie. Hypotheken hätten damit in etwa den gleichen Anteil wie Anlagen in Infrastruktur (3%).

Gemäss der HSLU-Umfrage ist das Engagement der befragten Pensionskassen in Immobilien sowie in Hypothekaranlagen stark abhängig von der Grösse. Immobilien haben bei kleineren Pensionskassen – solchen mit einem verwalteten Vermögen von unter 500 Millionen Franken – mit 27 Prozent einen höheren Anteil an der Vermögensallokation als bei grösseren Pensionskassen (22%), die Assets im Volumen von 500 Millionen Franken und mehr verwalten. Dagegen haben Hypothekaranlagen bei grösseren Pensionskassen mit 3 Prozent einen grösseren Anteil an der Allokation als bei kleineren Pensionskassen, deren Anteil in diesem Sektor nur rund 1 Prozent ausmacht.

«Noch deutlicher ist die unterschiedliche Vorgehensweise bei der Art der Hypothekaranlagen», sagt Davidson. «Grössere Pensionskassen vergeben den grössten Teil der Hypotheken direkt (84%), während kleinere Unternehmen 97 Prozent der Anlagen indirekt, das heisst, via Anlagegefässe Anlagestiftungen oder Fonds tätigen.» Nach Einschätzung von Davidson dürften diese Unterschiede stark mit den verfügbaren

Ressourcen und Kapazitäten der Pensionskassen zusammenhängen.

## Sektoren der Hypothekarvergabe

Der Blick auf die Sektoren, in denen die Vorsorgewerke bei der Kreditvergabe tätig sind, zeigt, dass sich Versicherungen wie Pensionskassen vor allem auf die Finanzierung von Mehrfamilienhäusern und Wohneigentum fokussieren. «Es wird eine klare Unterscheidung gemacht zwischen der Vergabe von kommerziellen Hypotheken und der Vergabe von Eigenheim- und Mehrfamilienhaus-hypotheken», sagt Stephan Kloess, Inhaber des unabhängigen Investment Advisors Kloess Real Estate und Co-Leiter der HSLU-Studie. Gemäss der Studie finanzieren Vorsorgewerke kommerzielle Hypotheken mit maximal 60 Prozent, Eigenheime dagegen mehrheitlich bis zu 80 Prozent und Mehrfamilienhäuser vornehmlich bis zu 70 Prozent. «Der Fokus in der Hypothekarvergabe liegt auf Eigentumsobjekten, was angesichts der eingegangenen Risiken überrascht», sagt Stephan Kloess. Dies insbesondere mit Blick auf die Renditeerwartungen: Bei Immobilienanlagen nannten die für die Studie im vergangenen Frühjahr (d.h. vor der Zinswende) Befragten 2 bis 4 Prozent, noch tiefer liegt die Spanne bei Hypotheken mit 1 bis 2 Prozent.

Kloess verweist darauf, dass das hybride Anlagekonstrukt Hypothekaranlage (weder Immobilie noch Obligation) während einer am Kapitalmarkt bisher einmaligen Situation Aufwind erhalten hat und je nach Situation Chancen bietet

## NACHRICHT

### Admicasa

## Einstieg geplant in Fondsgeschäft

Die Admicasa Holding AG will in das Geschäft mit Immobilienfonds einsteigen. Beat Langenbach, 47, derzeit Verwaltungsratspräsident der Zürcher Immobiliengesellschaft, wird sich deshalb an der Generalversammlung vom 15. Mai aus diesem Amt und dem Verwaltungsrat zurückziehen, um das neue Geschäftsfeld als künftiger Verwaltungsratspräsident der in Gründung befindlichen Admicasa-Fondsleitung aufzubauen. «Wir werden starten, sobald wir von der Finma die Lizenz erteilt bekommen», sagt Langenbach.

Künftiger Präsident des Verwaltungsrats der Holding soll Serge Aerne werden. Neu in den Verwaltungsrat gewählt werden soll Felix Hegetschweiler. Zur Wiederwahl für eine Amtsperiode von einem Jahr sind die bisherigen Verwaltungsräte Markus Alder und Hans Klaus vorgeschlagen.

Die Admicasa hat 2022 ein Nettoergebnis von 1,12 Millionen Franken erzielt. Die Nettoerlöse beliefen sich auf 9,75 Millionen Franken und verringerten sich damit um 6,63 Millionen Franken gegenüber den 16,37 Millionen Franken im 2021. Grund dafür sei das Promotionsobjekt Waltenschwil, das «einen merklichen Teil des Personals in Anspruch genommen» habe, teilt das Unternehmen in seinem Jahresbericht mit. In der Erfolgsrechnung habe dabei ausschliesslich der betreffende Deckungsbeitrag als Umsatz Berücksichtigung gefunden. Per Ende 2022 seien Wohneinheiten im Wert von insgesamt mehr als 23,8 Millionen Franken verkauft worden, was einer Quote von 93,7 Prozent entspreche. Massgeblich durch erhaltene Anzahlungen für das Promotionsobjekt seien die kurzfristigen Verbindlichkeiten um 9,09 Millionen Franken auf 5,12 Millionen Franken gesunken. Die langfristigen Verbindlichkeiten seien von 5,71 Millionen Franken auf 4,72 Millionen Franken gesenkt worden. (rh)

oder Risiken birgt: «Bis zu 50 Prozent Beleihungsgrenze sind Hypothekaranklagen <die Schöne>; ab 60 Prozent können sie auch das <Biest> sein.»

### Vorsorger planen den weiteren Ausbau des Hypothekargeschäfts

Weiter ergab die Umfrage, die im Frühjahr 2022 – noch vor der Zinswende – durchgeführt wurde, dass institutionelle Anleger in Zukunft vor allem den Anteil der Investitionen in Infrastruktur und direkt gehaltenen Immobilien sowie Hypotheken erhöhen wollen, während der Anteil an Obligationen und indirekt gehaltenen Immobilien tendenziell gesenkt werden soll. Ausser dem Ersatz für Obligationen sprechen für die Befragten vor allem folgende Gründe für Investitionen in Hypotheken: niedrige Wertschwankungen, sprich niedrige Volatilität, stabile Cashflows, Sicherheit und attraktive Renditeerwartungen. Gleichwohl gibt es sowohl kleinere wie grössere Pensionskassen, die sich von der Immobilienfinanzierung fernhalten, was in der Regel mit fehlenden Kapazitäten und mangelndem Know-how begründet wird. Doch würden noch andere Gründe genannt, die durchaus an Gewicht zulegen könnten, sagt Stephan Kloess: «Zum einen monieren die Befragten, dass Hypothekaranklagen keinen Inflationsschutz bieten; zum anderen, dass das Verhältnis Aufwand und Ertrag bei sich ändernder Zinslage nicht mehr stimmt.»

### Rendite versus Nachhaltigkeit

Wie wichtig Nachhaltigkeitsaspekte für institutionelle Anleger sind, wird in der Bereitschaft, auf Rendite zu verzichten, deutlich: 48 Prozent der befragten institutionellen Anleger sind bereit, bei Immobilieninvestitionen kurzfristig zugunsten von Nachhaltigkeit zu verzichten – 28 Prozent sind sogar bereit, mittelfristig eine tieferen Rendite zu realisieren. Bei Immobilien sind institutionelle Anleger am ehesten bereit, zugunsten der Nachhaltigkeit auf Rendite zu verzichten. Rund die Hälfte der Anleger zeigt diese Bereitschaft bei einem kurzfristigen Zeithorizont; bei mittelfristigen Immobilienanlagen sind noch 28 Prozent

dazu bereit. Insbesondere Anlagestiftungen und Fondsanbieter sind mit 64 Prozent bzw. 71 Prozent bereit, kurzfristig auf Rendite zu verzichten. Deutlich tiefer ist die Bereitschaft bei Pensionskassen mit 35 Prozent in der kurzen und 17 Prozent in der mittleren Frist. Weniger hoch ist die Bereitschaft zum Renditeverzicht bei Hypotheken, wo 29 Prozent der Anleger kurzfristig bereit sind, auf Rendite zu verzichten und 17 Prozent auch mittelfristig Abstriche machen würden. «Während insbesondere Fondsanbieter und Anlagestiftungen Vorreiter beim Thema Nachhaltigkeit sind, scheint das Thema bei den Pensionskassen noch weniger stark umgesetzt zu sein», sagt Daniel Steffen, HSLU-Dozent und Co-Leiter der Studie.

### Fokus auf CO<sub>2</sub>-Emissionen

Über die Hälfte der befragten Investoren berücksichtigt das Thema Nachhaltigkeit bereits in ihren Reportings; wobei die Umfrageteilnehmer zur Messung der Nachhaltigkeit grundsätzlich gemeinsame und vergleichbare Standards als zentral ansehen und es bevorzugen, wenn diese von neutralen Anbietern kommen anstatt von privaten.

Der Fokus liege vor allem auf ökologischen Aspekten, sagt Stephan Kloess: «Das wichtigste Thema sind klar CO<sub>2</sub>-Emissionen, die für rund 90 Prozent der Anleger ein wichtiges Thema beim Reporting darstellen.» Das bestätigt auch Sabine Magri, COO UBS Schweiz: «Das Immobilien- und Hypothekengeschäft ist ein wichtiger Pfeiler für die Reduktion von CO<sub>2</sub>-Emissionen. Dies sowohl bei Eigenheimen als auch bei Rendite- liegenschaften, wo mittel- und auch langfristig investiert werden muss, um mit innovativen Finanzierungslösungen und nachhaltigen Immobilienservices den Wandel aktiv zu fördern.»

Weniger wichtig sind Governance-Themen wie Corporate Social Responsibility oder Use of Benchmark (jeweils 45%) und Themen der sozialen Nachhaltigkeit wie soziale Durchmischung (30%) oder bezahlbare Mieten (28%). «Das <E> des ESG ist damit der dominante Faktor», sagt Stephan Kloess. «Bei den anderen Aspekten der Nachhaltigkeit gibt es durchaus Nachholbedarf.»