PPCmetrics

Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.

www.ppcmetrics.ch

Risikosteuerung und -management bei Immobilien

Von Risiken und Nebenwirkungen

Anleger stellen sich die Frage, wie sich Risiken sinnvoll messen, steuern und diversifizieren lassen und welches hierzu die Instrumente sind. Doch Vorsicht: Wer wörtlich behauptet, ein Risikomanager würde Risiken managen, der glaubt auch, ein Zitronenfalter würde Zitronen falten.

IN KÜRZE

Stiftungsräte sollten sich nicht nur mit den einzelnen Liegenschaften ihres Portfolios beschäftigen. Es lohnt sich zudem, auf Portfolioebene periodisch vier Risikodimensionen zu prüfen.

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

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

Kaum eine Anlagekategorie wird so vielfältig umgesetzt wie Immobilien. Die Spannweite reicht von einem Wohnportfolio im Direkteigentum in unmittelbarer Nähe bis zu globalen Mandaten. Entsprechend unterschiedlich fallen die Anlageresultate aus: Unsere Auswertung von über 360 Immobilienportfolios im Zeitraum von Juli 2017 bis Juni 2018 zeigte Portfoliorenditen zwischen minus 41 und plus 20 Prozent! Solche Zahlen verdeutlichen, dass auch Immobilien mit bedeutenden Anlagerisiken behaftet sind und eine sorgfältige Überwachung und Risikosteuerung benötigen.

Welche Risiken lauern?

Das oberste Ziel des Risikomanagements ist es, die Wahrscheinlichkeit von hohen Verlusten, welche die finanzielle Lage der Vorsorgeeinrichtung gefährden, zu reduzieren. Einige Risiken, wie die finanziellen Konsequenzen eines Zinsanstiegs, können gut durch quantitative Modelle erfasst und gemessen werden. Andere Risiken, wie operationelle Risiken, sind kaum messbar, aber nicht minder wichtig. Bei allen Überlegungen gilt: Das Risiko sollte immer anhand des aktuellen Immobilienportfolios und auf die Zukunft bezogen evaluiert werden.

Nachfolgend zeigen wir auf, welcher Risiken sich ein Stiftungsrat in Bezug auf die Immobilien bewusst sein sollte.

Strategierisiko

Ein Stiftungsrat sollte das Verlustpotenzial bei einem Rückgang der Immobilienpreise kennen, auch in Extremszenarien. Das kann kurz- und mittelfristig durch quantitative Simulationen und Stresstests modelliert werden.

Dabei muss das Immobilienrisiko über alle Anlagekategorien ermittelt werden. Denn sinkende Immobilienpreise wirken sich nicht nur auf das Immobilienportfolio aus, sondern auch auf den Preis von Hypotheken, Pfandbriefen bis hin zu dem von Aktien. Die grössten SPI-Titel (Nestle, Novartis, Roche) beinhalten einen Immobilienanteil von 6 bis 12 Prozent der Bilanzsumme; bei Immobilienaktien wie der Swiss Prime Site liegt dieser Wert naturgemäss noch höher.[1] Das effektive Immobilienrisiko ist daher meist höher, als dass es der reine Immobilienanteil in der Bilanz einer Pensionskasse vermuten liesse.

Als Ergebnis einer solchen Analyse sollte der Stiftungsrat eine Immobilienquote wählen, die auch in einer Krise durchgehalten werden kann. Andernfalls könnte die Vorsorgeeinrichtung gezwungen sein, die Immobilien in Krisenzeiten mit geringer Liquidität und hoher Bewertungsunsicherheit verkaufen zu müssen.

Risiko der Anlagetaktik

Ein Stiftungsrat muss zweitens abschätzen können, in welchem Umfang das effektive Portfolio von den strategischen Zielvorgaben abweicht. Dies setzt voraus, dass der Stiftungsrat eine Immobilienstrategie inklusive repräsentativem Vergleichsmassstab verabschiedet hat.

Umsetzungsrisiken sind nicht per se unerwünscht, da diese durch eine erfolgreiche Verwaltung der Immobilienanlagen eine Mehrrendite gegenüber dem breiten Markt ermöglichen.

Einfache, aus anderen Anlageklassen bekannte quantitative Risikokennzahlen wie die Duration für das Zinsrisiko oder die Volatilität für die Schwankungsrisiken sind bei Immobilien aufgrund der tieferen Datenqualität selten geeignet

[1] Quelle: Jahresberichte 2017.

und mit hohen Schätzfehlern behaftet.[2] Eine Risikoanalyse stützt sich daher primär auf qualitative Strukturvergleiche des Liegenschaftsbestands mit einem vom Stiftungsrat bestimmten Vergleichsmassstab für den Immobilienmarkt.

Leider ist hierfür die Datenlage nicht immer gegeben. Anleger erhalten meist detaillierte Informationen über ihre eigenen Immobilienanlagen, unabhängig davon, ob diese in Kollektivanlagen oder direkt gehalten werden. Auch die Renditen und gewisse Kennzahlen (Mietzinsausfall, Fremdfinanzierung, Gebühren) für den Immobilienmarkt werden von den Indexanbietern publiziert. Detaillierte Informationen über das dem Marktindex zugrundeliegende Immobilienportfolio sind hingegen schwieriger erhältlich.

Sinnvolle Kennzahlen für einen Strukturvergleich sind: Verteilung nach Regionen, Nutzungsarten, Leerstand und Fremdfinanzierung. Eine solche Gegenüberstellung liefert wertvolle Ansatzpunkte zur Erklärung von Renditeunterschieden. Schweizer Regionen und Städte unterscheiden sich derzeit stark in Bezug auf Leerstand und Bewilligung von Neubauten, was Auswirkungen auf die Vermietbarkeit von Objekten und damit das langfristige Renditepotenzial hat.

Dem Stiftungsrat sollten die wichtigsten Unterschiede zwischen dem Portfolio und dem gewählten Marktindex bekannt sein, und es sollte eine Risikobeurteilung der Abweichungen vorliegen. Bei der Analyse ist zu beachten, dass relative Abweichungen in der Regel gut erfasst werden können. Hingegen lässt sich weniger klar beurteilen, ob sich das Anlagerisiko durch die Abweichung erhöht oder reduziert. Ein Objekt an sehr guter Lage kann beispielsweise eine hohe (Wieder-)Vermietbarkeit aufweisen, aber auch eine hohe Exposition gegenüber Spekulationen haben, sodass ein höherer Verlust beim Platzen einer Spekulationsblase entstünde als bei Objekten an Randlagen.

Klumpen- und Objektrisiken

Drittens sollte ein Stiftungsrat den Immobilienbestand periodisch auf mögliche Klumpen- und Objektrisiken prüfen lassen. Diese Risiken betreffen einzelne Liegenschaften und treten in einem diversifizierten Portfolio weniger stark, im Extremfall gar nicht auf. Es ist meist nicht stufengerecht, dass sich Stiftungsräte mit einzelnen Liegenschaften im Detail auseinandersetzen. Zweckmässig ist eine unabhängige Analyse über den gesamten Bestand.

Die Analyse der Risiken erfolgt primär qualitativ, beispielsweise wie stark die Portfoliorendite eines Objekts vom grössten Mieter abhängt. Weiter erfolgen die Analysen mithilfe von Zeitachsen: Wie sind befristete Mietverträge über die Zeit gestaffelt, wie sind Instandsetzungen (Re-

[2] Siehe Oliver Kunkel und Stephan Skaanes: «Analyse der Volatilitäten und der Zinsrisikoeigenschaften bei Immobilien-Direktanlagen». Swiss Real Estate Journal 12. 2016. Seiten 27–33.

novationen, Sanierungen) vorgesehen?[3] Ein Stiftungsrat sollte erkennen, ob überdurchschnittlich hohe Renditen auf gute Anlageleistungen zurückzuführen oder ein Anzeichen dafür sind, dass auf Kosten der Substanz gelebt wurde und sich ein Sanierungsstau gebildet hat.

Operationelle Risiken

Viertens gehört es zur Führungsaufgabe, dass sich ein Stiftungsrat periodisch mit der Organisation im Immobilienbereich auseinandersetzt. Stehen genügend Ressourcen und Know-how für die Festlegung der Immobilienstrategie zur Verfügung? Werden die nötigen Ressourcen für eine professionelle Bewirtschaftung des Portfolios zur Verfügung gestellt, konkret für einen sorgfältigen und mehrjährigen Sanierungsplan, für die Pflege von wichtigen Mietern und ein proaktives Management von auslaufenden Verträgen? Die Komplexität der Umsetzung sollte den Ressourcen angepasst sein. Eine solche Organisations- und Prozessanalyse sollte breit gefasst sein und auch die zur Mieterbindung eingesetzten Instrumente einschliessen.

Kontrolle und Risikosteuerung

Nicht zuletzt ist es für einen Stiftungsrat wichtig, eine Überwachung der Anlagetätigkeit zu erhalten, die eine stufengerechte, neutrale und objektive Einschätzung der aufgezeigten Risiken ermöglicht und den Handlungsbedarf aufzeigt: Was bedeutet es, die Risiken zu tragen und welche Möglichkeiten gibt es, diese abzubauen oder (sofern möglich) zu diversifizieren? Dies bedingt, dass die Überwachung unabhängig vom beauftragten Portfolio Management und von der Bewirtschaftung erfolgt.

Nur in seltenen Fällen lassen sich Massnahmen bei den Immobilienanlagen sofort umsetzen. Entsprechend sind Änderungen sorgfältig zu planen und abzuwägen. Eine Management-Weisheit besagt, dass das Risikomanagement gerade in wirtschaftlich guten Zeiten zu pflegen und entsprechend anzulegen sei. Ist man in eine Risikosituation geraten, ist guter Rat meistens teurer.

Diversifikation ins Ausland

Die Eigenschaften eines Gebäudes können mit den nötigen Mitteln verändert werden. Der Standort hingegen kann nicht geändert werden. Deshalb sind für langfristige Investoren die Risiken in Bezug auf die Standortqualität gegenüber den gebäudespezifischen Risiken von übergeordneter Bedeutung. Dieses Standortrisiko kann und muss durch eine Streuung wirkungsvoll reduziert werden. Mit anderen Worten: Das von Anlegern anerkannte Konzept der Diversifikation kann und sollte auch auf Immobilien angewandt werden. Der Weg ins Ausland ist aber mit einigen Hürden verbunden. Zwischen der Schweiz und dem Ausland bestehen in Bezug auf die Portfoliostruktur und die Immobilienmärkte deutliche Unterschiede. Die Immobilienanlagen in der Schweiz von institutionellen Anlegern sind mehrheitlich auf Wohnliegenschaften ausgerichtet. Die meisten Kollektivanlagen im Ausland legen hingegen einen Fokus auf Büro- oder Geschäftsliegenschaften oder investieren in Nutzungsarten, die in der Schweiz weniger vertreten sind, wie Logistik, Hotels oder Datenzentren. Die meisten Gefässe im Ausland haben zudem einen deutlich höheren Einsatz von Fremdkapital. Das bedeutet, dass die ausländischen Immobiliengefässe meist ein höheres Risiko aufweisen, als sich das Schweizer Anleger von ihrem Heimmarkt gewohnt sind. Weiter ist bei einer Investition, insbesondere in nicht kotierte Anlagen, zu beachten, dass die meisten ausländischen Rechtsformen nur wenig reglementiert sind und daher eine umfassende rechtliche Prüfung der Einhaltung der BVV 2-Vorschriften wie Verbot Nachschusspflicht gemäss Art. 50 Abs. 4 BVV 2 oder maximale Hebelwirkung gemäss Art. 53 Abs. 5 BVV 2 erfordern. Dabei ist auch zu prüfen, ob die ausländischen Immobilienanlagen den traditionellen oder den alternativen Anlagen angerechnet werden müssen.

[3] Siehe Artikel Daniel Weber: «Bessere Entscheidungen treffen auch bei Immobilien». «Schweizer Personalvorsorge» 9/18. Seite 83.

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Artikel / Beiträge

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

Videos

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

Tagungen

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

Webseite