

IMMOBILIEN BUSINESS

Das Schweizer Immobilien-Magazin



PENSIONSKASSEN IM BLICK

Im Gespräch mit Stephan Kloess, KRE, John Davidson und Daniel Steffen, HSLU

WWW.IMMOBILIENBUSINESS.CH

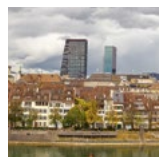
Investments:

Der Immobilien-
Hype hält an



Regionen:

Büroleerstand in
Basel sinkt



Events:

Rückblick auf die
MIPIM 2026



INTERVIEW DES MONATS

PENSIONSKASSEN
IM BLICK

Die Pensionskassen sind die grössten Institutionellen im Schweizer Immobilienmarkt. Um zu verstehen, was sie umtreibt, ist die alljährliche HSLU-Anlegerbefragung die Referenz schlechthin. Die vierte Auflage förderte mitunter Überraschendes zu Tage.

Interview: **BIRGITT WÜST**

IMMOBILIEN BUSINESS: Herr Kloess (SK), die HSLU-Studie «Anforderungen an Immobilienanlagen aus Sicht institutioneller Anleger» ist im vergangenen Jahr in der vierten Auflage erschienen – und wie zu hören ist, arbeiten Sie bereits an einer weiteren Edition. Was gab den Anlass für eine solche Studie?

STEPHAN KLOESS (SK): Die Idee ist in einer gemeinsamen Diskussion entstanden. Es gab in früheren Jahren verschiedene ähnliche Studien, die aber über die Zeit nicht weiterverfolgt wurden. Somit haben wir hier eine Lücke gesehen, die Haltungen und Umsetzungen von Immobilieninvestoren aufzunehmen und zu publizieren. Dies auch, um Themen, die bewegen zu adressieren und um den Diskurs in der Branche zu fördern. Mittlerweile sind wir die umfassendste Immobilienstudie im Schweizer Markt.

Herr Davidson: Wie kommt die Studie in der Branche an?

JOHN DAVIDSON (JD): Die Branche schätzt den Fokus auf die wichtige Assetklasse Immobilien und die Behandlung der damit zusammenhängenden Trends und Aktualitäten. Die Auflockerung in den Titeln mit dem jeweiligen Bezug zu Filmtiteln wie 2025 «Die (un-)endliche Geschichte?», gibt der Studie die nötige Lockerheit. Somit sind wir stolz, dass wir bei jeder Durchführung die Teilnehmerzahl erhöhen konnten, bei Pensionskassen (PK), Fonds, Anlagestiftun-

gen und Versicherungen. Die hohe Teilnehmerzahl respektive eine Teilnahme von über 50 Prozent der Pensionskassenvermögens hilft, die Akzeptanz in der Branche zu gewinnen und mit Resultaten zu überzeugen.

Herr Steffen: Weshalb widmet die Studie dem Anlageverhalten der PK besondere Aufmerksamkeit?

DANIEL STEFFEN (DS): Auf den PK liegt ein besonderer Fokus, weil sie die wichtigste Gruppe institutioneller Investoren im Schweizer Immobilienmarkt sind und rund einen Viertel ihres Vermögens in Immobilien halten. Für die Altersvorsorge der Bevölkerung ist entscheidend, wie diese Gelder alloziert

*«Es ist herausfordernd
in einem Markt,
der seit über 25 Jahren
stabil hochläuft,
Risiken am Horizont
zu sehen.»*

Stephan Kloess, KRE

werden, insbesondere in einer Phase tiefer Zinsen und zunehmender Regulierung. PK halten sowohl direkte Immobilien als auch Beteiligungen an Anlagestiftungen und Fonds – somit sind sie aus einer Marktbetrachtung mehrfach interessant. Doch auch die Abdeckung bei Anlagestiftungen (62% der Anzahl), Fonds (50% der Anzahl) und Versicherungen ist hoch.

Sie unterscheiden nach kleinen, mittleren und grossen PK. Gibt es Unterschiede im Anlageverhalten?

JD: Ja, es gibt grosse Unterschiede bei der Zusammensetzung der Immobilienallokation. Während grosse PK über 50 Prozent der Immobilienallokation direkt in Immobilien investieren, ist dieser Anteil bei kleinen PK nur rund 40 Prozent. Die Differenz allozieren kleinere PK in indirekte Vehikel wie Fonds oder Anlagestiftungen. Zudem ist der Anteil an Auslandsimmobilien bei grossen PK mit rund 14 Prozent versus 11 Prozent bei kleinen PK höher.

Die kleinen PK haben die direkten Anlagen gegenüber der letzten Umfrage weiter ausgebaut und wollen sie noch weiter ausbauen. Was sind die Gründe?

DS: Grosse PK weisen historisch gewachsene Direktbestände, interne Immobilienkompetenz und Skalenvorteile im Management auf, was höhere Direktquoten von rund 50 Prozent erklärt. Kleinere PK stehen oft vor der Herausforderung, dass sie bei direkten Immobilien die hohe Management-Intensität und das spezifische Know-How schwerer abbilden können. Aufbau und Unterhalt beider Themen lohnt sich bei kleinen Beständen oft nicht. Trotzdem wollen auch kleinere PK direkte Immobilien ausbauen. Die Umfrage zeigt, dass dabei viele zentrale Funktionen bis hin zum Asset Management ausgelagert werden. Gründe der nach wie vor steigenden Quoten sind die niedrigen Zinsen und die stabilen Cashflows aus dem Sektor Wohnen, auf dem in der Regel der Fokus liegt.



DIE AUTOREN DER STUDIE

Zum Forschungsteam des Instituts für Finanzdienstleistungen Zug der Hochschule Luzern, das zum vierten Mal in Folge die Entwicklungen bei Investitionen von institutionellen Anlegern in Immobilien und Hypotheken untersucht hat, zählen Prof. Dr. John Davidson (links), Dozent und Projektleiter an der HSLU, Dr. Stephan Kloess (Mitte), Gründer und Geschäftsführer von KRE KloessRealEstate, und Prof. Dr. Daniel Steffen, Dozent an der HSLU (rechts).

Ab welcher Portfoliogrösse lohnt es für kleine PK, Immobilien selbst zu halten?

SK: Meines Erachtens ist es in erster Linie eine Frage der Organisation. Es macht mit Sicherheit Sinn, ein direktes Portfolio zeitlich stringent in einem ersten Schritt auf 300 bis 500 Millionen Franken aufzubauen. Hierbei werden in der Regel wesentliche Funktionen ausgelagert. In einem zweiten Schritt sollte dann ein Volumen von circa 1 Milliarde Franken erreicht werden. Dies lässt dann zu, ausgelagerte Funktionen zu internalisieren. Grundsätzlich hängt es natürlich von der vorliegenden Immobilienquote und dem Wachstum der PK ab.

Sind neue Immobilienanlagevehikel bei den PK und Anlagestiftungen geplant?

SK: Anlagevehikel brauchen eine gewisse Grösse. Im aktuellen Umfeld

haben es Kapitalerhöhungen für bestehende Produkte und deren über Jahre aufgebauten Bestandsportfolios relativ einfach. Neue Produkte dagegen würden es schwer haben, ein Portfolio aufzubauen und die nötigen Renditen zu erzielen, da aktuell Einkäufe im bevorzugten Risk/Return-Profil nur zu sehr tiefen Renditen umgesetzt werden können. Dies ist einer der Gründe, weshalb Anlagestiftungen keine neuen Anlagevehikel planen.

Nehmen Sacheinlagen zu?

DS: Sacheinlagen sind für jede vierte Pensionskasse ein Thema. Das ist eine nicht vernachlässigbare Grösse. Neu war in der letzten Umfrage, dass nicht nur kleinere PK sondern auch grosse PK Interesse an Sacheinlagen zeigen. Es könnte durchaus sein, dass es hier etwas Bewegung gibt. Doch Im Umkehr-

schluss sind eben auch 75 Prozent nicht an Sacheinlagen interessiert – weil sie diese schon vorgenommen haben oder strategisch anders ausgerichtet sind. Das begrenzt diese Bewegung.

Worin bestehen die Herausforderungen bei den Direktanlagen?

SK: Unseres Erachtens gibt es zwei zentrale Herausforderungen: Zum einen die Regulation und der Umgang mit derselben. Also die Antwort auf die Frage der regionalen oder sektoralen Anpassung des Portfolios, um der Regulierung aus dem Weg zu gehen sowie der Massnahmen, die sich auf der operativen Seite ergreifen lassen, um mögliche Folgen abzumildern. Zum anderen die Frage der Aufstellung einer effektiven und effizienten Organisation, um die Wertschöpfung im Haus für das Portfolio zu realisieren.

Inzwischen überschreiten einige PK die BVV2-Limite – ist das zulässig?

SK: Das ist korrekt. 18 Prozent der PK liegen über der Limite. Spannend ist, dass von diesen 77 Prozent die hohe

Quote halten wollen und einige sogar leichte Erhöhungen planen. Für die Überschreitungen gibt es zwei Gründe: Verschiebungen am Kapitalmarkt und der eigene strategische Wille. Die Limite von 30 Prozent ist jedoch keine harte Grenze mit einem automatischen Sanktionsmechanismus, löst aber klare Pflichten aus. Die PK ist aufgefordert, sich aktiv mit der Risikolage und den Anlagerichtlinien auseinanderzusetzen. Sucht eine PK mit einer Begründung, die aufzeigt, dass trotz Überschreitung die Sorgfalts- und Sicherheitspflicht eingehalten werden, den Kontakt zur Aufsicht und kommt den Pflichten nach, werden höhere Quoten geduldet.

Nimmt mit dem weiteren Ausbau der Immobilieninvestments die Professionalisierung in Sachen Real Estate zu?

JD: Insbesondere kleine (76%) und mittlere PK (59%) denken über Auslagerung von Wertschöpfungsschritten nach. «Zu geringe Ressourcen» und «Fehlendes Know-How» sind bei kleineren und etwas abgeschwächt bei mittleren PK die Haupttreiber für die Auslagerung von Asset- und Portfoliomanagement. Somit kann schon von einer Professionalisierung in diesen Segmenten gesprochen werden.

«Nur ein Drittel
der Befragten investiert
aus Überzeugung
in Nachhaltigkeit, das
heisst, zwei Drittel
investieren auf Grund
von politischem Druck
und Regulierung.»

John Davidson, HSLU

Alle PK wollen laut der Studie im Hypothekarbereich wachsen. Erwächst den Banken in der Immobilienfinanzierung damit eine Konkurrenz?

DS: Gerade im Tiefzinsumfeld geben in der Umfrage PK an, dass Hypotheken deutlich attraktiver sind als Obligationen, was die Gründe für das angesprochene Wachstum sind. Tatsächlich weisen PK in den letzten Jahren ein deutlich grösseres Hypothekarwachstum als Banken auf, dies jedoch mit einem niedrigen Marktanteil von circa 2 Prozent. Aus diesem Grund sind Banken weiter-

hin klar die dominante Grösse. PK sind aber eine ernstzunehmende Nischenkonkurrenz, die weiterhin Chancen zu wachsen wahrnehmen wird.

Unterliegen PK ähnlichen Reglements wie Banken, die ihre Kreditvergabe aufgrund der Basel-III-Regulierung restriktiver handhaben? Wie ist es um die Risiken bestellt?

JD: Pensionskassen wollen den Bereich Hypotheken ausbauen, dies je nach Grösse der PK auf unterschiedliche Art. Grosse PK durch Direktvergabe und kleinere PK durch indirekte Vehikel. Wir glauben nicht, dass dies einen Risikofaktor darstellt, da PK vor allem Wohnliegenschaften bis zu einer Belehnung von 80 Prozent finanzieren. Das Risiko liegt bei den niedrigen Renditen eher auf einer Wertkorrektur der Liegenschaften und nicht bei der Finanzierung von Hypotheken.

Begehrtestes Anlageziel bei Schweizer Institutionellen bleiben Wohnimmobilien im eigenen Land – die sich bekanntlich durch ein hohes Preisniveau und überschaubare Renditen auszeichnen. Womit sich die Frage stellt, ob solche Engagements wirtschaftlich nachhaltig sind – insbesondere für Vorsorgeeinrichtungen. Reicht der aktuelle «Spread» zwischen einer Immobilienanlage und Bonds, um Auszahlpläne zu bedienen?

DS: Die Umfrage zeigt, dass die Pensionskassen nach wie vor von der Attraktivität von Schweizer Wohnimmobilien überzeugt sind. Die letzten 25 Jahre geben ihnen recht: Steigende Preise haben hohe Wertänderungsrenditen bei gleichzeitig moderaten, aber sehr stabilen Cash-Flow-Renditen ermöglicht. Die Planbarkeit der Cash-Flows dürfte auch in Zukunft bestehen bleiben, während die Wertänderungsrenditen weniger gut planbar und damit risikoreicher sind. Gerade im Tiefzinsumfeld sind die Alternativen rar und die Kombination aus stabilen Erträgen und der Chance auf Wertänderungsrenditen attraktiv. Der – wenn auch geschrumpfte – Spread wird im Verhältnis zum Risiko als akzeptabel eingeschätzt. Gleichzeitig entstehen bei



einigen PK Klumpenrisiken, die nicht unterschätzt werden dürfen.

Apropos Klumpenrisiken: Sektorale und geografische Diversifikation scheint geboten – doch bisher haben die von Ihnen befragten Institutionellen noch keine signifikanten Auslandsexposures aufgebaut oder planen dies. Woher rührt die Zurückhaltung?

SK: In der Tat. Da sich eine geografische Diversifikation in der Schweiz weniger effektiv umsetzen lässt, ist der Blick ins Ausland der richtige Reflex. Gründe, warum hier aktuell zurückhaltend reagiert wird, liegen in der hohen Stabilität des Heimatmarktes – Volatilität ist nicht gesucht – und den hohen Kosten einer Währungsabsicherung, so dass es für klassische Core-Investments herausfordernd ist, eine Schweizer Bestandsportfoliorendite sicherzustellen. Hinzu kommen die Herausforderungen, die in der Umsetzung liegen – also der Auswahl und der Steuerung ausländischer Investment-Manager. Allerdings ist aktuell ein sehr guter Einstiegszeitpunkt, da in vielen Auslandsmärkten der Boden erreicht ist, sich die Nachfrage auf Nutzer- und Investorenseite wieder erhöht. Auslandsmärkte sollten regional und sektoral differenziert angeschaut werden, dann lassen sich Chancen wahrnehmen.

Der Homebias bleibt bestehen – geben die von Ihnen befragten Marktteilnehmer von einer längeren Aufwärtsphase an den Schweizer Immobilienmärkten aus?

SK: Es ist herausfordernd in einem Markt, der seit über 25 Jahren stabil hochläuft, Risiken am Horizont zu sehen. Ein Grund für den weiteren Homebias ist, dass es grössere Bestandsportfolios gibt, die auch bei Zukäufen zu aktuell niedrigen Renditen immer noch einen ausreichenden Renditespread zu 10-jährigen Staatsanleihen produzieren. Darüber hinaus gehen viele Marktteilnehmer von einem sich weiter stabil entwickelnden Markt – also einer stabilen Nachfrage auf der Nutzer- und der Investorenseite aus. Hinzu kommt, dass die Marktteilnehmer, die die Schwei-

zer Krise in den 90er Jahren aktiv miterlebt haben, weniger geworden sind und es eine ganze Generation von Marktteilnehmern gibt, die nur einen überlangen Aufwärtszyklus kennen.

Was war das aus Ihrer Sicht erstaunlichste Ergebnis der Umfrage?

JD: Wir haben nach den Gründen gefragt, wieso in nachhaltige Immobilienanlagen investiert wird. Hier ist sehr bemerkenswert, dass nur ein Drittel aus Überzeugung in Nachhaltigkeit investiert, das heisst, zwei Drittel investieren auf Grund von politischem Druck und Regulierung.

«Die Stabilität von
Schweizer Wohnimmobilien ist ein Vorteil,
kann aber auch dazu
führen, dass Risiken
systematisch unterschätzt werden.»

Daniel Steffen, HSLU

Dennoch ergab die Studie, dass ein Renditeverzicht bei Investitionen in Nachhaltigkeit als Investition in die Zukunft gesehen wird und damit als Sicherung der Immobilienwerte – wie passt das zusammen?

DS: Viele Pensionskassen sehen Nachhaltigkeit heute als Werttreiber und Instrument des Risikomanagements, nicht nur als Kostenfaktor. Ein begrenzter Renditeverzicht über die Zeit – etwa für Sanierungen oder Zertifizierungen – gilt als Investition in die Zukunft, weil Regulierungsrisiken sinken und die Werthaltigkeit gesichert wird. Ein moderater Renditeverzicht ist damit vereinbar mit dem Auftrag der Vorsorgeeinrichtungen, da er langfristig Substanz und damit die Renten sichert. Unsere Umfrage zeigt, dass Werterhaltung das überzeugendste Argument für Investitionen in Nachhaltigkeit ist –

weit vor regulatorischem Druck, Imagepflege oder intrinsischer Motivation.

Sie haben in diesem Zusammenhang auch festgestellt, dass die Sicherung der Cashflows als Motiv an Bedeutung verloren hat. Heisst das, dass die Vorsorgeeinrichtungen von der Buy-and-hold-Strategie zu Buy-and-sell wechseln?

SK: Nein das heisst es nicht. Die Frage bezog sich auf die Gründe für die Verschiebung der Renditerealisierung zugunsten von Nachhaltigkeit über die Zeit. Hier hat die Sicherung der Cashflows zugunsten der Sicherung der Werte etwas abgenommen. Die Stabilität der Cashflows ist aber nach wie vor eine der Hauptmotivationen für PK bei der Investition in Immobilien.

Haben Sie den Eindruck, dass die Ergebnisse Ihrer Studie einen Einfluss auf das Anlageverhalten der Umfrageteilnehmer haben?

JD: Dies ist schwierig zu beurteilen. Die Studie findet hohe Beachtung, das heisst, sie wird gelesen und damit regt das eine oder andere Ergebnis mit Sicherheit zum Nachdenken an. Dies spiegeln uns auch unsere langjährigen Sponsoren Auwiesen, Helvetia und SPS Solutions. Weiter ist beobachtbar, ob die Studienteilnehmer ihre Antworten in den Folgejahren in die Tat umsetzen, wie sich Schwerpunkte verlagern und welche Herausforderungen im Zentrum stehen.

Können Sie einen Ausblick geben, welchen Schwerpunkt die nächste Edition der Studie haben wird?

DS: In der diesjährigen Ausgabe wird ein Fokus auf Regulierungen insbesondere dem Wohnraumschutz und dessen Bedeutung für institutionelle Anleger sein. Daneben gibt es natürlich Fragen, die in unserer Reihe zu Klassikern geworden sind und auch in diesem Jahr dabei sind. Darüber hinaus werden wir auf der Anlegerseite zusätzlich Family Offices integrieren. Zudem haben wir in der neuen Umfrage auch neben dem Filmtitel wieder die ein oder andere spannende Überraschung dabei. ♣